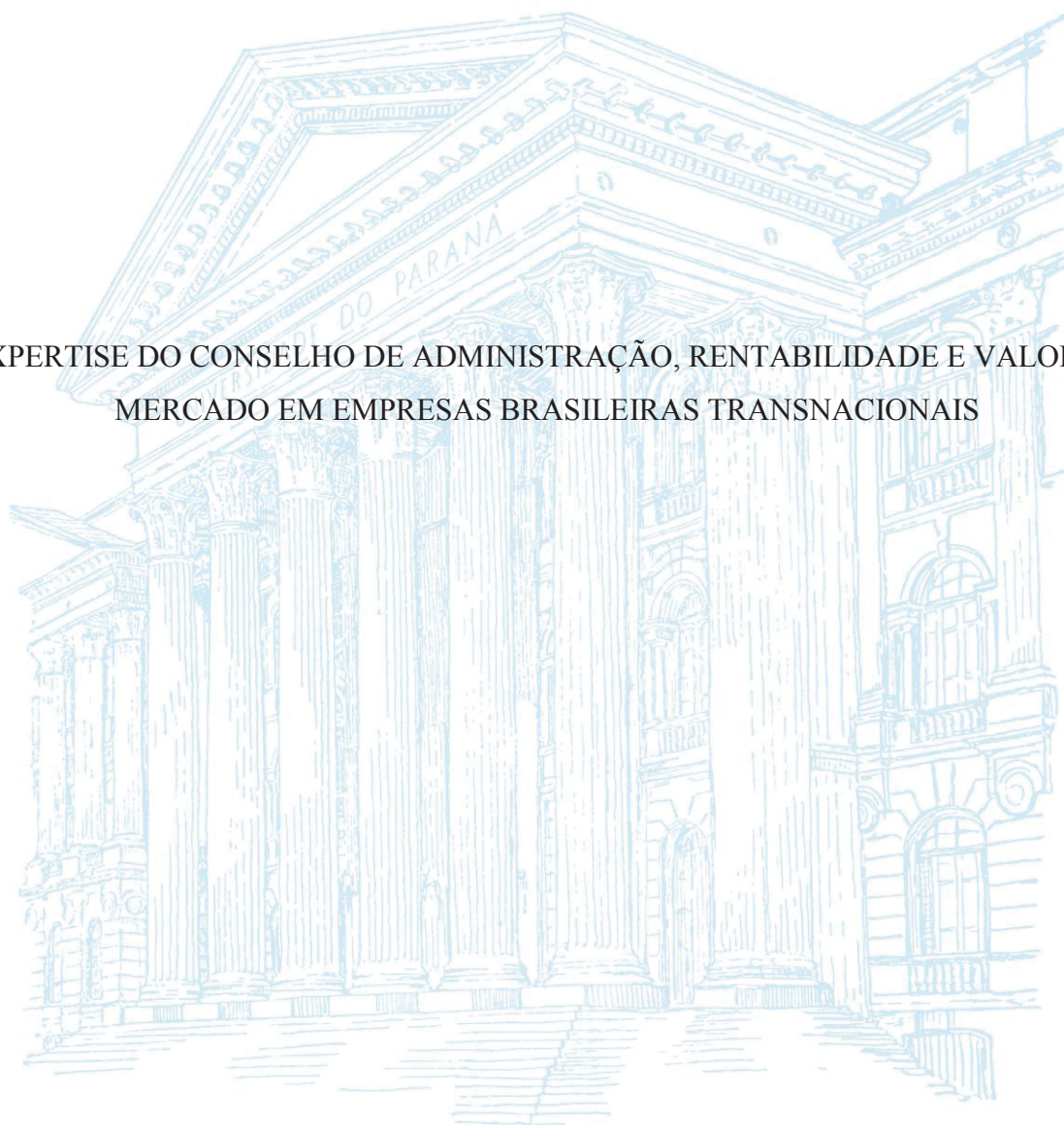


UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

IVONALDO BRANDANI GUSMÃO

EXPERTISE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, RENTABILIDADE E VALOR DE  
MERCADO EM EMPRESAS BRASILEIRAS TRANSNACIONAIS



CURITIBA

2020

IVONALDO BRANDANI GUSMÃO

EXPERTISE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, RENTABILIDADE E VALOR DE  
MERCADO EM EMPRESAS BRASILEIRAS TRANSNACIONAIS

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação  
em Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais  
Aplicadas da Universidade Federal do Paraná  
como requisito parcial para a obtenção do título  
de Doutor em Contabilidade.

Linha de Pesquisa: Contabilidade Financeira e  
Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Romualdo Douglas Colauto.

CURITIBA

2020

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS  
APLICADAS – SIBI/UFPR COM DADOS FORNECIDOS PELO(A) AUTOR(A)  
Bibliotecário: Eduardo Silveira – CRB 9/1921

Gusmão, Ivonaldo Brandani

Expertise do Conselho de Administração, rentabilidade e valor de mercado em empresas brasileiras transnacionais / Ivonaldo Brandani Gusmão, - 2020.

103 p.

Tese (doutorado) – Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas.

Orientador: Romualdo Douglas Colaúto.

Defesa: Curitiba, 2020.

1. Mercado de Capitais - Brasil. 2. Empresas Multinacionais.  
I. Universidade Federal do Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. II. Colaúto, Romualdo Douglas. III. Título.

CDD 332.63220981

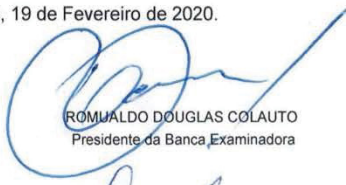


MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO  
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS  
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ  
PRÓ-REITORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO CONTABILIDADE -  
40001016050P0

### TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Tese de Doutorado de **IVONALDO BRANDANI GUSMÃO**, intitulada: **EXPERTISE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, RENTABILIDADE E VALOR DE MERCADO EM EMPRESAS BRASILEIRAS TRANSNACIONAIS**, sob orientação do Prof. Dr. ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO, após terem inquirido o aluno e realizado a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa. A outorga do título de Doutor está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós- Graduação.

Curitiba, 19 de Fevereiro de 2020.

  
ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO  
Presidente da Banca Examinadora

  
CLAUDIO MARCELO EDWARDS BARROS  
Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

  
ANA PAULA MUSSI SZABO CHEROBIM  
Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

  
ROBERTO CARLOS KLANN  
Avaliador Externo (FURB)

  
CLAUDIA MARIA FERREIRA PEREIRA  
Avaliador Externo (INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO)

À Deus.  
À minha família,  
à minha esposa Rosana,  
aos meus filhos Felipe e Matheus,  
ao meu Pai (*in memoriam*), Mãe e Irmãos,  
que compartilharam as minhas alegrias e tristezas,  
que ouviram minhas lamentações e entenderam o meu cansaço,  
enfim, pelo apoio e compreensão das ausências em momentos familiares.

Dedico a vocês esta conquista!

## AGRADECIMENTOS

A conclusão dessa tese só foi possível graças a diversas contribuições recebidas ao longo do curso de doutorado, portanto, meus sinceros agradecimentos a todos que direta ou indiretamente contribuíram para a consecução desse projeto, com destaque a algumas pessoas em especial.

À Deus, por ter me propiciado o dom da vida, pelas bênçãos e desafios que colocou em meu caminho; e aos familiares, amigos, colegas e professores.

À minha amada esposa Rosana pelo amor incondicional, pela compreensão e apoio; e aos meus amados filhos: Felipe e Matheus pelas horas de privação de minha companhia. Vocês são parte da minha vida. Dedico essa conquista a vocês.

Aos meus pais, Ivo Brandani Gusmão (*in memoriam*) e Efigênia Santos Gusmão, pela honra de ser seu filho, pelo incentivo ao estudo desde meus primeiros passos, pelos valores e ensinamentos transmitidos e pelas orações; e aos meus irmãos: Ivon, Ivandro e Ivo Filho pelo apoio e incentivo. Vocês foram e são parte da minha vida. Dedico essa conquista a vocês.

Ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, PPGCONT, da Universidade Federal do Paraná (UFPR), pela oportunidade que me foi concedida.

Ao meu orientador, Professor Dr. Romualdo Douglas Colauto pela paciência, confiança e serenidade na condução desta tese. Agradeço imensamente pelos conhecimentos transmitidos no delineamento e construção de todo o trabalho de pesquisa, incitando uma dedicação para que eu pudesse construir uma base sólida de conhecimentos. Mais que os meus agradecimentos, o Professor Douglas merece minha admiração e respeito, não só pela orientação, sempre excepcional, mas pelo cuidado, preocupação e apoio profissional. Para mim, fica o seu exemplo de Professor, Pesquisador e Orientador.

Agradeço aos professores Dr. Roberto Carlos Klann (FURB), Dra. Ana Paula Mussi Szabo Cherobim (UFPR) e Dr. Claudio Marcelo Edwards Barros (UTFRR), por aceitarem o convite para participarem da banca de qualificação do projeto de tese e pelas importantes observações e sugestões que contribuíram de forma significativa para o aprimoramento deste trabalho. Agradeço a Dra. Claudia Maria Ferreira Pereira (ISCAP-Porto, Portugal) pelas observações e contribuições quando da apresentação do projeto de tese no Colóquio de Investigação CEOS.PP, Porto, Portugal.

Aos demais professores, do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, PPGCONT, da Universidade Federal do Paraná (UFPR), pelo convívio, pelos conhecimentos que se tornaram a base desta tese, ensinamento e amizade construída durante o transcorrer destes anos de estudo e pelas experiências compartilhadas.

Aos colegas do doutorado pelos conhecimentos compartilhados.

À Secretaria do Programa de Doutorado (PPGCONT), Camila Campos Machnik Pazoti e Márcio Rogério de Souza, pelo apoio e prontidão nas informações prestadas.

À Universidade Estadual do Centro-Oeste (UNICENTRO), instituição a que estou vinculado, pelo apoio para cursar este Doutorado.

“A arte de interrogar não é tão fácil como se pensa.  
É mais uma arte de mestres do que de discípulos;  
é preciso ter aprendido muitas coisas para  
saber perguntar o que não se sabe.”

Jean-Jacques Rousseau



## RESUMO

O Conselho de Administração, enquanto órgão de decisão ajuda a definir as estratégias das organizações, tem como missão proteger e adicionar valor ao capital da empresa e maximizar o rendimento dos investimentos dos acionistas. O vínculo entre o Conselho de Administração e os resultados das organizações sugere que as características de expertise, experiência e formação dos membros do conselho afetam as decisões dos gestores e comprometem o desempenho das empresas. A tese defende que a formação acadêmica e a experiência profissional dos membros do Conselho de Administração tendem a influenciar positivamente a rentabilidade e o valor de mercado de empresas brasileiras transnacionais. Para constatar a tese, foram verificadas empresas com ações negociadas na B3 no período de 2014 a 2018. A população foi composta pelas empresas brasileiras não financeiras com registro ativo e listadas na B3, sendo a amostra formada por 159 empresas em painel balanceado, sendo 65 empresas transnacionais e 94 empresas nacionais, distribuídas em dez setores econômicos diferentes. Os dados financeiros foram coletados junto ao banco de dados da Thomson Reuters Eikon<sup>®</sup> e os currículos resumidos no Formulário de Referência. Utilizou-se análise inferencial estatística em modelo de regressão com dados em painel de Efeitos Fixos. Os achados permitiram confirmar a hipótese de que há relação significativa e positiva entre a experiência profissional dos membros do Conselho de Administração e o valor de mercado nas empresas brasileiras. Confirmou-se, ainda, a relação positiva entre a variável formação acadêmica e rentabilidade nas empresas nacionais. Esses resultados são consistentes de que o nível de formação e experiência se refletiria no desempenho das organizações e estaria atrelado à atuação e expertise do Conselho de Administração, confirmando que as experiências anteriores dos membros do Conselho de Administração aumentam a eficiência da empresa. Os resultados descritivos confirmaram que o currículo dos membros do Conselho de Administração apresentou mudanças contínuas no período analisado, evidenciando que membros dos conselhos com experiência podem ser eficazes para facilitar a tomada de decisão sobre as atividades da empresa devido à sua experiência e ao seu entendimento de como iniciar, operar e desenvolver atividades no setor econômico da empresa. Esses resultados fornecem uma imagem mais completa sobre as características e a função de provisão de recursos externos representado pela expertise dos membros do Conselho de Administração no contexto das empresas brasileiras, sinalizando que a expertise é relacionada positivamente com o desempenho e valor de mercado das empresas e evidenciando a amplitude e a relevância das discussões dessa temática no contexto brasileiro.

**Palavras-chave:** Internacionalização. Formação Acadêmica. Experiência Profissional. Rentabilidade. Valor de Mercado.



## ABSTRACT

The Board of Directors, as a decision-making body, helps to define the strategies of organizations with the mission of protecting and adding value to the company's capital and maximizing the return on shareholders' investments. The link between the Board of Directors and the results of organizations suggests that the characteristics of expertise, experience and training of board members affect the decisions of managers and compromise the performance of companies. The thesis argues that the academic background and professional experience of the members of the Board of Directors tend to positively influence the profitability and market value of Brazilian transnational companies. To verify the thesis, companies with shares traded on B3 in the period from 2014 to 2018 were verified. The population was composed of Brazilian non-financial companies with active registration and listed on B3, with the sample consisting of 159 companies in balanced panel, 65 of which transnational companies and 94 national companies, distributed in ten different economic sectors. Financial data was collected from the Thomson Reuters Eikon® database and the curricula summarized in the Reference Form. Inferential statistical analysis was used in a regression model with data in the Fixed Effects panel. The findings confirmed the hypothesis that there is a significant and positive relationship between the professional experience of the members of the Board of Directors and the market value in Brazilian companies. The positive relationship between the variable academic education and profitability in national companies was also confirmed. These results are consistent that the level of training and experience would be reflected in the performance of organizations and would be linked to the performance and expertise of the Board of Directors, confirming that the previous experiences of the members of the Board of Directors increase the company's efficiency. The descriptive results confirmed that the curriculum of the members of the Board of Directors showed continuous changes in the analyzed period, showing that board members with experience can be effective in facilitating decision making about the company's activities due to their experience and their understanding of how to start, operate and develop activities in the company's economic sector. These results provide a more complete picture of the characteristics and function of the provision of external resources represented by the expertise of the members of the Board of Directors in the context of Brazilian companies, signaling that the expertise is positively related to the performance and market value of the companies and showing the breadth and relevance of discussions on this topic in the Brazilian context.

**Keywords:** Internationalization. Academic education. Professional experience. Profitability. Market value.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Caracterização dos itens que compõe o índice de Formação Acadêmica .....	39
Quadro 2: Caracterização dos itens que compõe o índice de Experiência Profissional .....	40
Quadro 3: Medidas das variáveis de rentabilidade .....	42
Quadro 4: Variáveis de controle .....	43
Quadro 5: Protocolo de análise de dados e testes estatísticos .....	46

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Composição da amostra da pesquisa .....	37
Tabela 2: Amostra das empresas classificadas por setor econômico .....	38
Tabela 3: Composição do Conselho de Administração .....	54
Tabela 1: Frequência dos diretores independentes no Conselho de Administração .....	56
Tabela 5: Frequência dos itens de formação acadêmica do Conselho de Administração .....	57
Tabela 6: Frequência da experiência profissional do Conselho de Administração .....	58
Tabela 7: Currículos analisados no período .....	60
Tabela 8: Alfa de <i>Cronbach</i> para os índices de Formação Acadêmica e Experiência Profissional .....	61
Tabela 9: Estatística descritiva da expertise dos Índices de Formação Acadêmica e Experiência Profissional .....	61
Tabela 10: Estatística descritiva do Índice de Internacionalização das empresas .....	63
Tabela 11: Matriz de correlações anti-imagem .....	65
Tabela 12: Comunalidades da variância .....	65
Tabela 13: Variância total explicada e identificação dos fatores .....	65
Tabela 14: Matriz de componentes rotativa .....	66
Tabela 15: Estatística descritiva das variáveis de controle quantitativas .....	66
Tabela 16: Matriz de correlações para as variáveis analisadas .....	70
Tabela 17: Diagnóstico do Paineiro .....	74
Tabela 18: Modelo com dados em painel de efeitos fixos .....	77
Tabela 19: Resumo dos testes de hipóteses .....	80

## **LISTA DE FIGURAS**

Figura 1: Modelo teórico da pesquisa .....	33
Figura 2: Estrutura Operacional da Tese .....	34

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ADR	<i>American Depositary Receipts</i>
B3	Bolsa de Valores do Brasil ([B] <sup>3</sup> Brasil Bolsa Balcão)
CEO	<i>Chief Executive Officer</i> (Diretor Executivo)
CFO	<i>Chief Financial Officer</i> (Diretor Financeiro)
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IIA	<i>Institute of Internal Auditors</i> (IIA)
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i> (Conselho de Normas Internacionais de Contabilidade)
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i> (Normas Internacionais de Informação Financeira)
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
NAICS	<i>North American Industry Classification System</i> (Sistema de Classificação da Indústria Norte-Americana)
NOPLAT	<i>Net Operating Profits Less Adjusted Taxes</i> (lucro líquido operacional menos os impostos ajustados)
OECD	<i>Organisation for Economic Cooperation and Development</i> (OECD) (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. OCDE)
TDR	<i>Resource Dependence Perspective</i> (Teoria da Dependência de Recursos)
TNCs	<i>Transnational Companies</i> (Companhias Transnacionais)
UNCTAD	<i>United Nations Conference on Trade and Development</i> (Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento)

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>15</b>
1.1 PROBLEMATIZAÇÃO .....	15
1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA .....	21
1.2.1 Objetivo Geral .....	21
1.2.2 Objetivos Específicos .....	21
1.3 TESE.....	22
1.4 JUSTIFICATIVAS DO ESTUDO .....	22
1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO .....	24
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO EMPÍRICO .....</b>	<b>25</b>
2.1 TEORIA DA DEPENDÊNCIA DE RECURSOS E CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.....	25
2.2 <i>EXPERTISE</i> ACADÊMICA E PROFISSIONAL DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DESEMPENHO DE EMPRESAS TRANSNACIONAIS .....	29
<b>3 METODOLOGIA.....</b>	<b>33</b>
3.1 MODELOS TEÓRICO E OPERACIONAL DA PESQUISA .....	33
3.2 CARACTERIZAÇÕES DA POPULAÇÃO E AMOSTRA .....	35
3.3 VARIÁVEIS DEPENDENTES, INDEPENDENTES E DE CONTROLE.....	38
3.3.1 Variáveis da Formação Acadêmica e Experiência Profissional .....	39
3.3.2 Variáveis para a Rentabilidade da Empresa e Valor de Mercado .....	41
3.3.3 Variáveis de Controle da Pesquisa .....	43
3.4 TRATAMENTOS ESTATÍSTICOS .....	46
3.5 ESPECIFICAÇÕES DOS MODELOS PARA TESTE DAS HIPÓTESES .....	48
<b>4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>54</b>
4.1 CARACTERIZAÇÕES DOS CONSELHOS DAS EMPRESAS ANALISADAS .....	54
4.2 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DOS ÍNDICES DE <i>EXPERTISE</i> .....	59
4.3 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS DE PESQUISA.....	62
4.3.1 Internacionalização .....	62
4.3.2 Rentabilidade e Valor de Mercado .....	63
4.3.3 Variáveis de Controle .....	66
4.4 ANÁLISE DA MATRIZ DE CORRELAÇÃO.....	69
4.5 ANÁLISES INFERENCIAIS.....	73
4.6 ANÁLISE DAS REGRESSÕES EM DADOS EM PAINEL COM EFEITOS FIXOS	76

<b>5 CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS .</b>	<b>83</b>
5.1 CONCLUSÕES .....	83
5.2 LIMITAÇÕES DO ESTUDO E SUGESTÕES PARA FUTURAS PESQUISAS .....	86
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>88</b>
<b>APÊNDICES .....</b>	<b>98</b>



## 1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo é contextualizado o tema em estudo, sua justificativa e delimitação, para então apresentar informações que dimensionam a questão de pesquisa. Na sequência são apresentados os objetivos geral e específico, as justificativas da pesquisa e as potenciais contribuições da tese. Por último, descreve-se a composição da estrutura dos demais capítulos.

### 1.1 PROBLEMATIZAÇÃO

A expertise é um ingrediente vital da habilidade humana, sendo essencial para estabelecer níveis de competência nas diversas áreas de especialização com o objetivo de desempenhar uma atividade ou obter um domínio específico de conhecimento. A expertise é entendida como um bem conquistado na área pessoal e profissional, constituído por um conjunto de conhecimentos técnico-científicos, habilidades, acúmulo de conhecimentos e experiências adquiridas ao longo de uma trajetória de vida escolar e de trabalho. Esta tese analisa as expertises, representadas pela formação acadêmica e experiência profissional, que os membros do Conselho de Administração acumulam durante suas carreiras e que, posteriormente, as utilizam para antecipar decisões que tenham potencial para influenciar o desempenho financeiro das empresas brasileiras transnacionais.

Desde que as empresas se tornaram complexas, dinâmicas e globalmente competitivas, o conhecimento e as habilidades necessárias para entender e administrar os negócios direciona a necessidade de uma maior diversidade de expertise dos gestores. Para Pfeffer e Salancik (2003, p. 36), a empresa se caracteriza como “uma coalizão de grupos e interesses, cada um tentando obter algo da coletividade, interagindo com os outros e cada um com suas próprias preferências e objetivos”, assim, as estratégias entre os *players* “mediam as relações organizacionais mais do que as forças de mercado”. Dessa forma, esses *players* exploram os desequilíbrios de forças que resultam das interdependências organizacionais de recursos no ambiente externo, conduzindo as empresas a adotarem estratégias que melhorem seu desempenho econômico-financeiro, utilizando a expertise dos membros do conselho como um recurso externo para auxiliar a tomada de decisão nas empresas.

Assim, a expertise é tratada como um recurso externo que as organizações utilizam para reduzir a interdependência no ambiente externo (Hillman, Withers, & Collins, 2009) quando as decisões são tomadas pelo Conselho de Administração (CA) (Hill, Kelly, Lockhart, & Ness, 2013). Entre as decisões incluem-se o fornecimento pelos conselhos de sua experiência, conhecimento e canais de comunicação externos que auxiliam os gestores nas tomadas de decisões (Pfeffer & Salancik, 1978; Hillman *et al.*, 2009). Dessa forma, o CA desempenha papel fundamental no fornecimento de expertise para alinhar a empresa às demandas de seu ambiente externo e desenvolver uma espécie de Capital do Conselho de Administração.

O Conselho de Administração tem como competência principal monitorar riscos para proteger o patrimônio das empresas e orientar os diretores a agirem em conformidade com o planejamento estratégico (IBGC, 2015) contribuindo para maximizar o retorno e prosperidade do negócio. Enquanto órgão de decisão ajuda a definir as estratégias da companhia tendo como missão proteger e adicionar valor ao capital da empresa e maximizar o rendimento dos investimentos dos acionistas. Além de decidir os rumos estratégicos do negócio, compete ao Conselho de Administração “monitorar a diretoria, atuando como elo entre esta e os sócios” (IBGC, 2015, p. 39)

Dentre os temas que examinam a responsabilidade e as atividades dos Conselhos de Administração, esta tese discute as características de formação acadêmica e experiência profissional que os membros do CA acumulam ao longo de sua trajetória sob a lógica da Teoria da Dependência de Recursos (TDR). Justifica-se a utilização da formação acadêmica e experiência profissional como *proxies* para a expertise, devido ao fato dos estudos que analisam as características profissionais basearem-se em experiências válidas observáveis, que neste estudo é caracterizado pelas informações das características de formação e experiência dos membros dos conselhos, divulgados anualmente pelas empresas na forma de currículo resumido, no Formulário de Referência.

De acordo com a TDR (Pfeffer & Salancik, 1978), a experiência profissional dos diretores e conselheiros serve como canal por meio do qual a organização reduz as interdependências ambientais, sendo que as características e a composição do Conselho de Administração podem conduzir as empresas a um melhor desempenho e lucratividade (Hillman, Cannella, & Paetzold, 2000; Walls & Hoffman, 2013). Embora a Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) seja a teoria predominante usada na pesquisa sobre conselhos de administração e a Teoria da Dependência de Recursos (TDR) seja menos

comumente usada para estudar os conselhos do que a teoria da agência (Dalton, Hitt, Certo, & Dalton, 2007), evidências empíricas sugerem que a TDR é uma lente mais bem-sucedida para a compreensão do papel dos conselhos de administração. Como cada membro do Conselho de Administração, traria diferentes elos e recursos para o conselho, a TDR prevê que a composição diferenciada e refinada no Conselho de Administração poderia ser um gatilho preditor de diferentes expertises e recursos ambientais, além da maturidade, liderança e julgamento analítico, que são esperados dos membros do Conselho de Administração.

De acordo com Pfeffer e Salancik (2003, p. 39), as atividades organizacionais e os resultados obtidos pelas empresas “tendem a ser mais influenciadas pelos vínculos e influências das características de expertise dos membros do conselho”. Estudos sobre as características profissionais e acadêmicas do Conselho de Administração baseiam-se na noção de que experiências observáveis são *proxies* válidas para a orientação cognitiva e consequentemente impactariam nas escolhas estratégicas das empresas. Ao serem confrontados com muito mais informações do que podem lidar, as decisões dos conselheiros recaem sobre suas experiências de formação e experiência profissional (Hambrick & Mason, 1984). Para Nielsen (2010b), as características de expertise, experiência e formação dos membros do conselho afetam as decisões dos gestores e comprometem o desempenho organizacional. Assim, a expertise é percebida como um recurso externo, com nível de habilidade e conhecimentos adquiridos a partir da formação acadêmica e experiência profissional.

Estudos destacam que as empresas consideram importante que os diretores e membros do Conselho de Administração tenham expertise relacionada à economia, finanças, contabilidade, competitividade de mercado nacional e internacional, experiência em setores específicos de atuação da empresa e experiências profissionais. Ainda, que tenham capacidade de manter relações profissionais de interesse da empresa em mercados nacional e nas atividades de internacionalização dos negócios (Nielsen & Nielsen, 2013; Johnson *et al.*, 2013; Haynes & Hillman, 2010; Li, Wei & Lin, 2016; Faleye *et al.* 2018).

Para Ietto-Gillies (2015), uma das características das empresas modernas é a sua capacidade de gerir, controlar e desenvolver estratégias através e acima das fronteiras nacionais que as distingue de outros *players* no sistema econômico. Diante disso, as estratégias de internacionalização dos negócios nunca foram tão importantes e encorajaram as empresas a desenvolverem e manterem suas atividades para além de seus limites

demográficos regionais como atualmente, exigindo maior expertise e experiência específica dos gestores. Para Johanson e Vahlne (1990) para as empresas internacionalizarem os negócios, inicialmente devem globalizar suas estratégias de atuação em mercados internacionais e isto decorre do quanto os *players* empresariais estão motivados e coordenam essas atividades por meio de conhecimento, experiência e expertise que recebem dos órgãos de gestão da empresa.

As empresas atingem maior envolvimento internacional, em um processo contínuo de ajustamento às condições, ao ambiente e às estratégias de internacionalização adotadas pelas empresas. Dessa forma, o crescente interesse pelas atividades das empresas na economia mundial é também um tema atual e as empresas transnacionais (*Transnational Companies*, TNCs) são consideradas os agentes responsáveis por esse processo e pela integração da internacionalização dos negócios das empresas entre os países (Johanson & Vahlne, 2009; Ietto-Gillies, 2015). O termo Empresa Transnacional (TNC) é utilizado pela Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD) (2017) para designar empresas com capacidade de operar entre países de forma independente e autônoma. Apesar da importância dos conselhos atuando sobre os resultados organizacionais e os negócios das empresas, há poucos estudos que ligam as características e expertise dos Conselhos de Administração a resultados econômicos e financeiros no escopo da internacionalização das atividades das empresas (Rivas, Hamori & Mayo, 2009; Rivas, 2012). A internacionalização das atividades apresenta implicações para todas as empresas nos diversos setores de atuação, pois além de acirrar a concorrência internacional, também aumenta a intensidade da competição local, fazendo com que as empresas repensem suas estratégias de atuação não só no mercado local, mas principalmente no seu posicionamento internacional. Dessa forma, espera-se que as empresas brasileiras transnacionais, por estarem em um ambiente competitivo diferenciado, apresentem uma maior diversidade nas características dos membros do Conselho de Administração do que nas empresas nacionais.

O que caracteriza as empresas transnacionais em comparação com outras empresas é a capacidade de produção direta e, em geral, atividades comerciais diretas no exterior com poder para coordenar e controlar operações em mais de um país. Dessa forma, o que diferencia as empresas transnacionais das nacionais é a maneira distinta de fazer negócios no exterior possuindo atividades em vários países e não apenas em muitos, de forma independente e autônoma (Ietto-Gillies, 2015) exigindo da empresa a capacidade de

monitorar o desempenho das várias unidades de negócios, onde quer que estejam localizadas. Para executar essas funções, depende de uma estrutura organizacional apropriada e com expertise para desenvolver estratégias para além das fronteiras nacionais distinguindo-a as empresas transnacionais dos outros *players*. As empresas transnacionais estão se tornando a forma corporativa dominante, transpondo fronteiras internacionais e comandando mais poder econômico do que muitos estados, e apesar das pesquisas nas empresas transnacionais (Clark & Brown, 2015) não há muito debate sobre como os Conselhos de Administração devem operar em um ambiente internacional onde as empresas transnacionais apresentam uma diversidade de práticas que “quase desafia uma definição comum” (Doh *et al.* 2010, p. 481).

Em pesquisas anteriores, o Conselho de Administração foi estudado analisando: se as características dos conselhos afetam as decisões e comprometem a estratégia de investimento da empresa (Nielsen, 2010b; Nielsen & Nielsen, 2013); se o perfil do Conselho de Administração quanto à nacionalidade e experiência está associado à qualidade dos relatórios financeiros e relevância da informação contábil (Holtz & Sarlo Neto, 2014; Dauth, Pronobis & Schmid, 2017); como os conselhos de administração de empresas multinacionais devem operar em um ambiente internacional de governança corporativa (Clark & Brown, 2015; Doh *et al.*, 2010); se empresas com diretores com qualificação e experiências no exterior atraem mais investidores e analistas de mercado (Li, Wei & Lin, 2016; Chen, 2011; Johnson, Schnatterly & Hill, 2013; Jermias & Gani, 2014); se há relação entre a sofisticação financeira dos CEO's e os vieses cognitivos de excesso de confiança e otimismo (Bortoli & Soares, 2019); se os membros do Conselho de Administração acrescentam melhorias na capacidade de tomar decisões devido ao conhecimento adquirido de culturas, experiência e normas de outros países (Fran, Gui, Li & Zhu, 2016; Kroll, Walters & Wright, 2008; Hamori & Koyuncu, 2011). Outras pesquisas utilizaram o tempo em anos de experiência no conselho como *proxies* para mensurar a expertise e a idade do membro do conselho como *proxy* da experiência (Hansson, Rönnlund, Juslin & Nilsson, 2008); a quantidade de anos que ocupa no mesmo cargo no conselho como *proxy* de experiência; e o tempo de formação como *proxy* de conhecimento (Lambert, Bessière & N'Goala, 2012).

Bird, Buchanan e Rogers (2004) argumentam que o desempenho das empresas pode estar atrelado a atuação do conselho, e a presença de conselheiros com expertise diferenciada pode melhorar o desempenho e o crescimento do valor das empresas. Nielsen

e Nielsen (2013) examinaram as empresas suíças e relataram que a diversidade de expertise do conselho pode estar relacionada ao melhor desempenho da empresa ao longo do tempo. Adams, Akyol e Verwijmeren (2018) examinam o conjunto de habilidades exigidos dos diretores das empresas americanas de acordo com a *Regulation S-K*'s 2009 que requer que as empresas descrevam as habilidades, experiência, qualificações e atributos que acreditam que cada conselheiro possui, afirmando que a principal dimensão que diferenciam as empresas e seu desempenho financeiro é à diversidade de habilidades dos membros do conselho de administração.

A Teoria da Dependência de Recursos (TDR) prevê que a composição diferenciada e refinada do Conselho de Administração pode ser um gatilho preditor de diferentes expertises (Hillman, 2005). Nesse sentido, estudos utilizando a TDR examinaram se as diferentes características dos conselhos obtidas na carreira podem afetar as decisões e comprometer diretamente o desempenho da empresa são importantes no contexto de dependência de recursos. Estudos relatam que: a formação educacional e experiência dos diretores tende a refletir no valor das organizações (Nielsen, 2010b; Fran, Gui, Li, & Zhu, 2016; Adams *et al.* 2018); a maior qualificação, conhecimento e experiência dos gestores pode atrair a atenção de *stakeholders*; a presença de membros do conselho com experiência e formação tende a mitigar a desconfiança dos investidores e refletir no valor de mercado da empresa (Li, Wei & Lin, 2016; Chen, 2011; Johnson *et al.* 2013; Jermias & Gani, 2014; Nielsen & Nielsen, 2013; Drobetz *et al.* 2018). Para a OECD (2015) os investidores exigem informações sobre membros do conselho e executivos-chave, a fim de examinar sua formação, experiência e qualificações e avaliar eventuais conflitos de interesse que possam afetar seu julgamento.

Nesse contexto, os argumentos acima correspondem à discussão desta tese, ao defender que as características dos membros do Conselho de Administração, representados por meio de sua experiência profissional e formação acadêmica, podem influenciar decisões que potencializam o desempenho das empresas. Ainda, a diversidade de conhecimentos e experiências pode orientar decisões da empresa na busca de agregação de valor para os acionistas. A lógica é que a experiência profissional e a formação acadêmica podem permitir aos membros dos conselhos replicarem práticas de gestão bem sucedidas nos mercados nacionais e internacionais. Por meio da formação acadêmica e experiência profissional os membros do Conselho de Administração desenvolveriam não só uma melhor compreensão dos ambientes de negócios, mas o relacionamento dessas estratégias

com o setor da empresa, provendo habilidades que aumentam a capacidade de estimar riscos e melhorar retornos financeiros, o que refletiria no desempenho e valor de mercado das empresas.

Esta tese examina se os membros do Conselho de Administração com experiência profissional e formação especializada atuam como facilitadores capazes de extrair e transferir conhecimento para a empresa, ajudando-a a adotar práticas que influenciam seu desempenho e valor de mercado em empresas transnacionais. Portanto, pretende-se responder ao seguinte problema de pesquisa: **qual a influência da formação acadêmica e experiência profissional dos membros do Conselho de Administração na rentabilidade e valor de mercado em empresas brasileiras transnacionais e nacionais sob a lente teórica da Teoria da Dependência de Recursos?**

## 1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA

### 1.2.1 Objetivo Geral

A pesquisa tem por objetivo avaliar a influência da formação acadêmica e experiência profissional dos membros do Conselho de Administração na rentabilidade e valor de mercado em empresas brasileiras transnacionais e nacionais.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

- a) analisar as características da formação acadêmica e experiência profissional dos membros do Conselho de Administração de empresas brasileiras transnacionais e nacionais;
- b) associar a expertise dos membros do Conselho de Administração com a rentabilidade e valor de mercado em empresas brasileiras transnacionais e nacionais;
- c) comparar o efeito da expertise dos membros do Conselho de Administração sobre o valor de mercado nas empresas brasileiras transnacionais e nacionais; e
- d) examinar o nível da internacionalização entre as empresas brasileiras transnacionais e nacionais.



### 1.3 TESE

A Teoria da Dependência de Recursos (TDR) (Pfeffer e Salancik, 1978) prevê que a composição diferenciada no Conselho de Administração pode ser um gatilho preditor de diferentes expertises e recursos. Além da maturidade, liderança e julgamento analítico, que são esperados de todos os diretores e membros do Conselho de Administração, as diferenças de expertise entre os membros do conselho, talvez sejam mais visíveis em termos de sua experiência individual, atributos ocupacionais e de formação acadêmica. Assim, há benefícios que resultam da expertise dos membros do Conselho de Administração no fornecimento de recursos pessoais específicos de experiência profissional, perícia e formação, suplementando a diretoria executiva com recomendações e aconselhamento para a tomada de decisão estratégica.

Essa linha de raciocínio corresponde à discussão da ligação entre as características e expertises dos membros do Conselho de Administração e as decisões que derivam e implementam, usando suas experiências pessoais para antecipar iniciativas que podem potencializar os recursos e o desempenho das empresas. Em função das habilidades necessárias para entender e administrar os negócios complexos das empresas, um conselho precisaria de uma diversidade de expertise profissional e acadêmica (Reeb & Zhao, 2009).

Diante do exposto, defende-se que a formação acadêmica e a experiência profissional dos membros do Conselho de Administração têm potencial para interferir no desempenho financeiro e no valor de mercado de empresas com ações de inserção de atividades transnacionais. As empresas transnacionais dependem do conhecimento da diretoria executiva e dos membros do conselho como um recurso estratégico para aumentar a rentabilidade e o valor de mercado das empresas. Assim, sob a ótica da Teoria da Dependência de Recursos defende-se a tese de que: **a formação acadêmica e a experiência profissional dos membros do Conselho de Administração influenciam a rentabilidade e o valor de mercado de empresas brasileiras transnacionais e nacionais.**

### 1.4 JUSTIFICATIVAS DO ESTUDO

A competição das empresas no mercado global impulsiona as empresas brasileiras a aprimorarem seus conhecimentos de gestão nos diferentes mercados, localizando suas

operações internacionais em países identificados em razão de sua atratividade e por fatores como o desenvolvimento econômico. Estudos que examinam a expertise do Conselho permitem aos *stakeholders* identificar características comuns nos membros do Conselho de Administração que propiciam uma explicação para o desempenho e comportamento diferenciados da empresa no mercado, auxiliando-os na decisão de investimento futuro. Este estudo analisa um desses aspectos, referente ao reflexo da influência da expertise do Conselho de Administração sobre a rentabilidade e o valor do mercado de empresas brasileiras transnacionais.

Quanto à originalidade, o estudo contribui para preencher a lacuna empírica sobre a relação dos atributos da formação acadêmica e experiência profissional dos membros do Conselho de Administração e os indicadores de rentabilidade e valor de mercado em empresas brasileiras transnacionais, comparando com as empresas nacionais não internacionalizadas, com base na Teoria da Dependência de Recursos (TDR), ajudando a compreender o acesso a recursos que não estão disponíveis no mercado doméstico. O estudo inova ao analisar a influência dos atributos de expertise dos membros do Conselho de Administração em empresas transnacionais brasileiras, que por estarem em um ambiente competitivo diferenciado no mercado internacional, tendem a apresentar uma maior diversidade de expertise dos membros do conselho em comparação as empresas não internacionalizadas, contribuindo para a criação de valor da empresa.

Quanto às contribuições práticas, o estudo apresenta quatro contribuições principais. Primeiro, revela que o papel do conselho de administração é mais do que apenas monitorar e controlar, expandindo, assim, a compreensão do impacto do conselho de administração como fornecedores críticos de recursos externos, na forma de sua expertise no desenvolvimento dos negócios da empresa nacional e transnacional. Especificamente, analisa-se a expertise dos membros do conselho de administração, sob a lógica da Teoria da Dependência de Recursos, oferecendo novas informações sobre quais tipos de membros do conselho podem ser benéficos para a propensão e desempenho das empresas nacionais e transnacionais. Segundo, examina-se o contexto único das empresas nacionais e transnacionais, estendendo as pesquisas ao contexto brasileiro, analisando os efeitos das características de expertise dos membros dos Conselhos de Administração, particularmente quanto sua influência sobre a rentabilidade e valor de mercado. Terceiro, adiciona evidências empíricas necessárias na relação entre o Conselho de Administração e as empresas transnacionais no contexto brasileiro. Quarto, verifica-se que ao associar a

influência da expertise sobre o desempenho e valor de mercado, as empresas e órgãos reguladores podem utilizar os resultados obtidos para implementar mecanismos mais eficientes na avaliação da qualidade da informação divulgada nos Formulários de Referência sobre a formação acadêmica e experiência profissional de seus conselheiros.

## 1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

Além desta introdução, esta tese é composta por mais quatro capítulos. O segundo capítulo trata do referencial teórico-empírico e o desenvolvimento das hipóteses de pesquisa para sustentar o problema investigado, apresentando a revisão teórica sobre: Teoria da Dependência de Recursos; Conselho de Administração e Teoria da Dependência de Recursos; empresas transnacionais e Teoria da Dependência de Recursos; e expertise acadêmica e profissional do Conselho de Administração, como embasamento para o desenvolvimento das hipóteses.

No terceiro capítulo é apresentada a metodologia de pesquisa empregada para responder à questão de pesquisa da tese, apresentando o modelo teórico e operacional da pesquisa; a caracterização da população e amostra, as variáveis dependentes, independentes e de controle; os modelos de análise estatística; e a especificação dos modelos para teste das hipóteses.

No quarto capítulo consta o detalhamento do tratamento e análise dos dados coletados e a apresentação dos resultados da pesquisa. Por último, no quinto capítulo apresentam-se as considerações finais onde são resgatadas e respondidas o problema de pesquisa e os objetivos, descrevendo os resultados obtidos a que esta tese se propôs, as limitações do estudo e as sugestões para futuras pesquisas.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO EMPÍRICO

Para o desenvolvimento desta tese utiliza-se a abordagem teórica da Teoria da Dependência de Recursos que será conferido com a composição do Conselho de Administração e a influência da formação acadêmica e experiência profissional dos membros desse conselho sobre a rentabilidade e o valor de mercado das empresas brasileiras transnacionais.

### 2.1 TEORIA DA DEPENDÊNCIA DE RECURSOS E CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

A partir da publicação do livro *The External Control of Organizational: a Resource Dependence Perspective*, Pfeffer e Salancik (1978, p.39) apresentaram a Teoria da Dependência de Recursos (TDR) para explicar o comportamento organizacional e a influência da interdependência existente entre organizações e a forma como essas se relacionam com os *players* no ambiente interno e externo.

A TDR assume que a organização deve obter recursos ambientais externos (Pfeffer & Salancik, 1978) desde que não tenha condições e fatores suficientes para gerar os recursos necessários para a sua sobrevivência (Chiambaretto, 2015, Klein & Diniz, 2016). A obtenção desses recursos ambientais externos permite as organizações alcançar o sucesso, influência, poder e estabilidade de longo prazo. Assim, a organização é concebida como uma entidade política que exerce influência no seu contexto de atuação, ajustando-o aos seus objetivos, apresentando três temas centrais: o ambiente organizacional como fonte de recursos; as estratégias organizacionais para reduzir a dependência; e o poder e a interdependência organizacional (Pfeffer & Salancik, 2003). Nesta tese segue-se a vertente do ambiente organizacional como fonte de recursos.

O ambiente organizacional como fonte de recursos pressupõe que a organização seja vista como um sistema de comportamentos sociais inter-relacionados e com determinada quantidade de participantes. Defende a ideia de sistemas abertos, nos quais às organizações estão em constante interação com o ambiente externo, enfatizando a importância desse ambiente para a compreensão das organizações e questionando o peso do papel dos conselhos no desempenho organizacional (Pfeffer & Salancik, 2003). A TDR pressupõe que a organização depende de recursos críticos do ambiente externo, sejam eles

financeiros tecnológicos e humanos, e essa dependência influencia suas ações podendo ser explicadas de acordo com o nível dessa dependência.

Ao procurar reduzir a dependência de recursos e estabelecer relações de poder, a organização reduz os efeitos da incerteza do ambiente externo. A redução da incerteza na obtenção de recursos aumenta o desempenho organizacional e as perspectivas de sobrevivência da organização. Como consequência, traz aprimoramento na reputação da empresa que em conjunto com outros fatores internos de governança leva a organização a alcançar uma vantagem competitiva (Pfeffer & Salancik, 2003).

A TDR explica a forma como organizações se relacionam com os *players* dentro de seus ambientes internos e externos, argumentando que os conselhos de administração são escolhidos para maximizar os recursos e auxiliar na conexão da organização aos fatores e ambientes externos. Assim, reconhece a influência desses fatores no comportamento organizacional e, embora restritos por seu contexto de atuação, os conselhos de administração podem agir, tomando decisões para reduzir a incerteza e as dependências ambientais externas das organizações. Diante disso, a TDR tornou-se uma das teorias mais influentes na teoria organizacional e gestão estratégica das empresas (Hillman, Withers, & Collins, 2009).

Embora a Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976) seja uma vertente predominante na pesquisa sobre conselhos de administração, enquanto a Teoria da Dependência de Recursos (TDR) é menos empregada (Dalton, Hitt, Certo, & Dalton, 2007), evidências sugerem que a TDR pode ser uma lente mais bem-sucedida para compreender o papel dos conselhos de administração.

O Conselho de Administração é o órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico (IBGC, 2015), pois, além de decidir os rumos estratégicos do negócio, também lhe compete monitorar a diretoria e atuar como elo entre esta e os acionistas. Segundo a Lei nº 6.404/76 alterada pela Lei nº 11.638/2007, o Conselho de Administração possui como funções o papel de orientação, controle, fiscalização da gestão dos diretores, exame de livros, papéis da empresa, contratos e atos celebrados.

A OECD (2015) não defende ou recomenda nenhuma estrutura específica do conselho, mas sugere que para exercer os deveres de monitorar o desempenho, evitar conflitos de interesses e equilibrar as demandas competitivas da corporação, é essencial o conselho exercer julgamentos objetivos. Esse fato constituiria uma forma de independência

e objetividade em relação à gestão, com importantes implicações para a composição e estrutura do Conselho de Administração.

A TDR reconhece que as empresas enfrentam dependências e estas são frequentemente interconectadas (Pfeffer & Salancik, 2003) e tipicamente confrontadas com várias demandas incompatíveis em uma variedade de agentes de mercado e não mercantis. Consequentemente, um fator na capacidade de executar atividades de forma eficiente é a aquisição pelos membros do Conselho de Administração desses conhecimentos estratégicos, incluindo informações sobre mercados nacionais e internacionais, técnicas de operações estrangeiras, métodos de fazer negócios e conhecimento de *players*-chave em outras empresas. Para aliviar este problema, as empresas alavancam estruturas de governança para alinhar com sua capacidade de lidar efetivamente com complexidades e obter informações sobre os mercados em que pretende operar (Chen, 2011).

O Conselho de Administração é ainda considerado no âmbito da TDR como um importante órgão para tratar dos problemas de interdependência externa e de redução de incertezas da organização, sendo apontado como um mecanismo de inter-relação com o ambiente compreendido pela organização. Assim, os membros do Conselho de Administração fariam mais do que reduzir incertezas, pois, trariam para a empresa, informações, habilidades, acessos a recursos-chave e legitimidade. Para Pfeffer e Salancik (1978) há benefícios que resultariam de ligações ambientais com o Conselho de Administração como o fornecimento de recursos específicos; perícia e aconselhamento de indivíduos com experiência em diversas áreas estratégicas; formação de canais para comunicação de informações entre organizações externas; ajuda na obtenção de acordos, compromissos ou apoio de elementos importantes fora da empresa; e legitimação. O grau com que os membros do Conselho de Administração beneficiam a empresa depende de acesso a recursos e informações externos capazes de reduzir a dependência de recursos ambientais.

Como cada membro do Conselho de Administração traz diferentes elos e recursos para o conselho, a TDR prevê que a composição diferenciada e refinada no Conselho de Administração pode ser um gatilho preditor de diferentes expertises e recursos ambientais. Além da maturidade, liderança e julgamento analítico, que são esperados dos membros do Conselho de Administração. As diferenças de conhecimento entre os diretores talvez sejam mais visíveis em termos de sua experiência individual ou atributos ocupacionais e de formação acadêmica. Quanto mais capazes forem os membros do conselho, mais

efetivamente poderão ajudar os diretores executivos a desempenharem funções em grandes empresas (Hillman, 2005). Assim, tendo conselhos para vincular a organização com seu ambiente externo, a TDR prevê uma relação entre o grau de incerteza ou dependência e a composição do Conselho de Administração, medida pelo conhecimento e experiência, proporção de conselheiros externos e pelo tamanho do conselho. Diante disso, as visões da TDR mostram aspectos de comportamentos de escolha, no qual as organizações exercem influências e moldam a dependência externa. Por isso, a alocação de recursos, a assimetria de poder, a experiência e o grau de formação dos membros dos Conselhos de Administração variam dependendo do ambiente de negócios que a empresa está exposta.

Evidências sustentam esses benefícios propostos. Utilizando a TDR, Kor e Misangyi (2008) encontraram relacionamento entre conselhos e recursos externos críticos, sugerindo que o conselho de administração suplementa a alta administração com recomendações e aconselhamento. Lester, Hillman, Zardkoohi e Cannella (2008) se concentram em formas específicas de recursos dos conselhos de administração, analisando sua relação com o capital humano e social. Hillman, Cannella e Paetzold (2000) criam uma taxonomia de conselho baseada nos benefícios da TDR, explorando como os tipos específicos de diretores e conselheiros (*insiders, business experts, support specialists, community influentials*) podem ser mais ou menos valiosos à medida que os ambientes mudam. Kroll, Walters e Le (2007) usam a taxonomia de Hillman *et al.* (2000), afirmando que as empresas se beneficiam desses tipos específicos de diretores e conselheiros.

Essa linha de raciocínio corresponde à discussão da ligação entre as características dos membros do Conselho de Administração e as estratégias e decisões que derivam e implementam, usando suas experiências pessoais nacionais e internacionais para antecipar iniciativas que potencializariam os recursos e desempenho das empresas. Dado as habilidades necessárias para entender e administrar os negócios complexos das empresas, um Conselho de Administração precisaria de uma diversidade de expertise profissional. Essa diversidade estaria motivada pela variedade de recursos e de expertise que os membros dos conselhos poderiam trazer para a empresa, acentuando sua importância ao analisar a influência da expertise do Conselho de Administração sobre o desempenho das empresas transnacionais.



## 2.2 EXPERTISE ACADÊMICA E PROFISSIONAL DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DESEMPENHO DE EMPRESAS TRANSNACIONAIS

Expertise, de acordo com o dicionário Oxford (2018), é definida como “habilidade ou conhecimento especializado em um campo particular; conhecimento técnico”. Para Ericsson e Staszewski (1989) expertise é a capacidade adquirida por meio de prática ou estudo individual, para desempenhar bem uma tarefa e domínio específico. Praticar pode ser insuficiente para produzir altos níveis de desempenho em uma habilidade, e a repetição não leva necessariamente a um melhor desempenho, mas a prática sustentada no conhecimento é essencial a fim de estabelecer um alto nível de competência em todas as áreas de expertise (Ericsson & Staszewski, 1989; Sloboda, Davidson, Howe, & Moore, 1996).

Nesta tese, expertise é compreendida como sinônimo de formação acadêmica e experiência profissional, portanto, são consideradas experiências observáveis nas características dos membros do Conselho de Administração. Para Hambrick & Mason (1984) as características do Conselho de Administração baseiam-se na noção de que experiências observáveis são *proxies* válidas para a orientação cognitiva, valores e base de conhecimento. Nielsen (2010a) defende que fatores comportamentais como a racionalidade, atenção a objetivos múltiplos e conflitantes, vários níveis de aspiração e valores, influenciam nas decisões dos gestores e estão intimamente relacionados às características e expertises dos membros do Conselho de Administração.

A premissa de que os gestores são confrontados com muito mais informações do que podem lidar sugere que as decisões recaem sobre as pessoas com mais experiências profissionais e formação acadêmica, pois, quanto mais complexa for a decisão, mais aplicável será a expertise (Hambrick & Mason, 1984).

A Lei nº 6.404/76 e a Lei nº 10.303/2001 não especifica a necessidade de formação, experiência ou especializações requeridas ao conselheiro para exercer suas funções no Conselho de Administração. O IBGC (2015) também não qualifica a necessidade de formação específica ou experiência para exercer a função de conselheiro, mas evidencia que os membros devem possuir diversidade de conhecimentos, experiências, comportamentos, aspectos culturais, faixa etária e gênero. Salienta, ainda, que os membros do Conselho de Administração devem apresentar características e expertise que lhes permitam: compreender o alinhamento e comprometimento com os princípios, valores e

código de conduta da organização; capacidade de interpretar relatórios gerenciais, contábeis e financeiros e não financeiros; conhecimento sobre a legislação societária e regulação.

Nesse contexto, as características observáveis do Conselho de Administração podem ser usadas como *proxies* para as dimensões complexas de suas personalidades. Esse raciocínio baseia-se não somente no uso de abordagens fundamentadas em atitudes, necessidades, valores, preferências e cognições, porque são “difíceis de medir de forma confiável e validar conceitualmente e isso se deve ao fato, de não serem concretas nem inequívocas em seus significados e interpretação” (Hambrick & Mason, 1984, p. 196); e devido a dificuldades de acesso e avaliação de dimensões psicológicas intrincadas dos principais gestores e seu comportamento, a partir da abordagem de suas características (Daily, Dalton, & Cannella, 2003).

Pesquisas anteriores investigaram os efeitos das abordagens das características dos diretores nas empresas. Hambrick e Mason (1984) constataram que quanto mais complexa for a decisão, mais importantes são as características pessoais de experiência e conhecimento dos gestores; e a tomada de decisões poderia ser influenciada por experiências anteriores. Nielsen e Nielsen (2013) expõem que as diferentes características dos conselhos obtidas na carreira afetam as decisões e compromete diretamente a escolha estratégica e o desempenho organizacional da empresa. Para Orens e Reheul (2013), o nível de formação educacional dos diretores se refletiria nas características e desempenho de suas organizações, afirmando que a experiência anterior aumentaria o conhecimento do conselho sobre os mercados e ajudaria a identificar oportunidades de investimentos. Fischer e Pollock (2004) afirmam que a experiência anterior dos membros do Conselho de Administração aumenta a eficiência e a sobrevivência da empresa. Para Carpenter, Sanders e Gregersen (2002), em muitas empresas multinacionais a experiência nacional e internacional é uma condição *sine qua non* para participar do Conselho de Administração em empresas internacionalizadas (Forster, 2000).

A internacionalização das atividades das empresas é um processo no qual as companhias aumentam gradualmente seu envolvimento no mercado global, implicando na suposição de que a formação acadêmica e conhecimento experiencial dos membros do Conselho de Administração refletiriam na rentabilidade e valor de mercado dessas empresas. Para executar atividades transnacionais de forma eficiente, a diretoria e os membros do Conselho de Administração necessitam da aquisição de conhecimentos,

incluindo informações sobre mercados e técnicas de operações estrangeiras. Como não é fácil o acesso a esses conhecimentos, as empresas alavancam suas estruturas de governança com o objetivo de alinhar com sua capacidade de lidar efetivamente com tais complexidades. Para Dauth, Pronobis e Schmid (2017), a nacionalidade, o nível de educação e experiência acadêmica dos membros do Conselho de Administração está associado à qualidade dos relatórios financeiros; e a internacionalização da expertise dos membros do Conselho de Administração acrescenta capacidade de tomar decisões financeiras devido aos conhecimentos e culturas adquiridos. Para Fran, Gui, Li & Zhu (2016), a experiência internacional permite aos membros dos conselhos replicarem práticas de gestão bem sucedidas, e esses conhecimentos são fatores importantes e reconhecidos pelos *stakeholders* quando da análise das empresas.

A diversidade de formação e experiência ajuda na tomada de decisão onde há a complexidade ambiental e estratégica, e particularmente onde a atividade comercial internacional está envolvida (Herrmann & Datta, 2005). Dessa forma, a Teoria da Dependência de Recursos (TDR) ajuda a compreender o acesso a recursos que não estão disponíveis no mercado doméstico (Pfeffer & Salancik, 1978), e vê os conselhos como ativos valiosos da empresa que contribuem para criação de valor sustentável (Hillman, Withers, & Collins, 2009).

De acordo com a TDR espera-se que os diretores de uma empresa ajudem a absorver e lidar com a incerteza ambiental que a empresa pode enfrentar (Hillman *et al.*, 2000). Pfeffer e Salancik (1978, p. 163) observaram que “quando uma organização nomeia um indivíduo para um conselho, espera-se que esse apoie a organização e preocupe-se com seus problemas e apresente alternativas para ajudar a empresa estrategicamente”.

A formação acadêmica também é reportada como importante atributo do Conselho de Administração. Oliva & Albuquerque (2007) destacaram que são importantes nos conselheiros o conhecimento em economia, finanças, contabilidade, mercado nacional e internacional; e Li, Sun e Ettredge (2010) afirmam que a maior qualificação sobre conhecimentos contábil poderia atrair a atenção de *stakeholders*. Para Li, Wei e Lin (2016), empresas que apresentavam diretores com qualificação acadêmica e experiência profissional obtidas no exterior atraíram mais investidores institucionais e analistas de mercado. Chen (2011) afirma que a presença de membros do Conselho de Administração com experiência e formação tende a mitigar a desconfiança dos investidores em decisões com operações no mercado, pois esse acúmulo de conhecimento permite identificar

oportunidades e minimizar incertezas ambientais (Johnson *et al.*, 2013). Jermias e Gani (2014) argumentam que conselhos com membros altamente qualificados são melhores em monitorar o gerenciamento das empresas. Sugerem que as empresas incluam professores universitários entre os membros do conselho, uma vez que essa profissão é considerada credível e empresas os indicariam para seu conselho para melhorar o desempenho das empresas, procurando aumentar o reconhecimento e o valor de mercado na avaliação dos *stakeholders*.

Por meio da formação e da experiência profissional, os diretores desenvolvem não só uma melhor compreensão dos ambientes de negócios, mas o relacionamento dessas estratégias com o setor da empresa (Kroll, Walters, & Wright, 2008); os diretores tendem a desenvolver habilidades que aumentam a confiança na capacidade de estimar riscos e retornos (Nielsen & Nielsen, 2013). Conselhos de Administração com experiência e formação específica teriam mais informações sobre competências e credibilidade de parceiros potenciais que permitem às empresas terem informações e relacionamentos corporativos mais saudáveis (Kor & Misangyi, 2008).

Assim, os membros do Conselho de Administração com experiência profissional e formação especializada atuariam como facilitadores, capazes de extrair e transferir conhecimento para a empresa, ajudando-a a adotar práticas que aumentem seu desempenho, valor de mercado e expansão no mercado global.

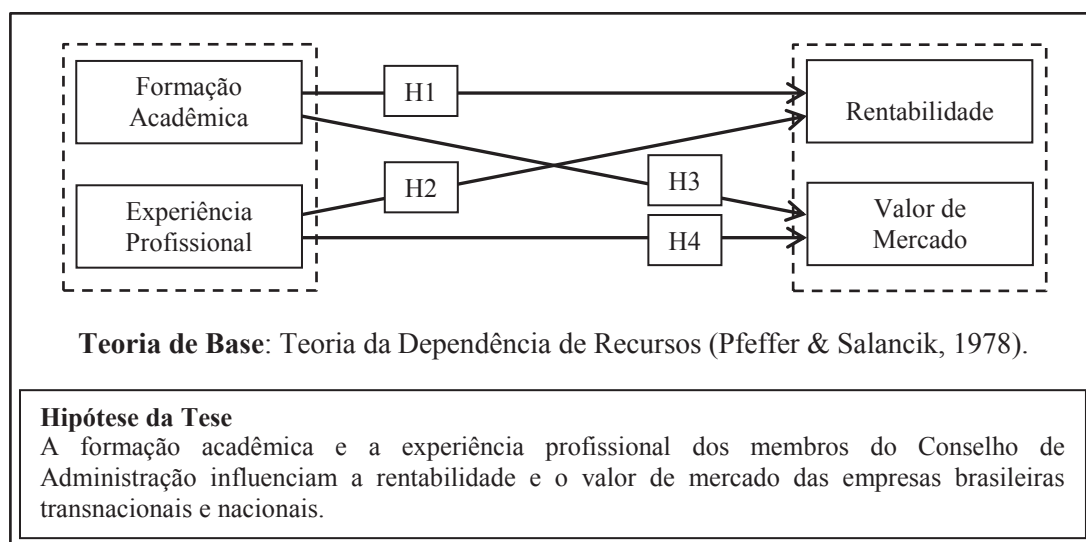
### 3 METODOLOGIA

Neste capítulo são descritos os aspectos que delineiam a metodologia que será utilizada no desenvolvimento da pesquisa. Apresenta-se o modelo teórico e operacional da pesquisa; a caracterização da população e a seleção da amostra; o modelo teórico e operacional da pesquisa; as variáveis dependentes e de controle; os modelos de análise estatística; e a especificação dos modelos econométricos para as hipóteses.

#### 3.1 MODELOS TEÓRICO E OPERACIONAL DA PESQUISA

Em função do problema de pesquisa e do objetivo formulado esta pesquisa caracteriza-se como: descritiva; estudo longitudinal com dados em painel; e adotando uma abordagem predominantemente quantitativa (Hair *et al.*, 2009; Collis & Hussey, 2005).

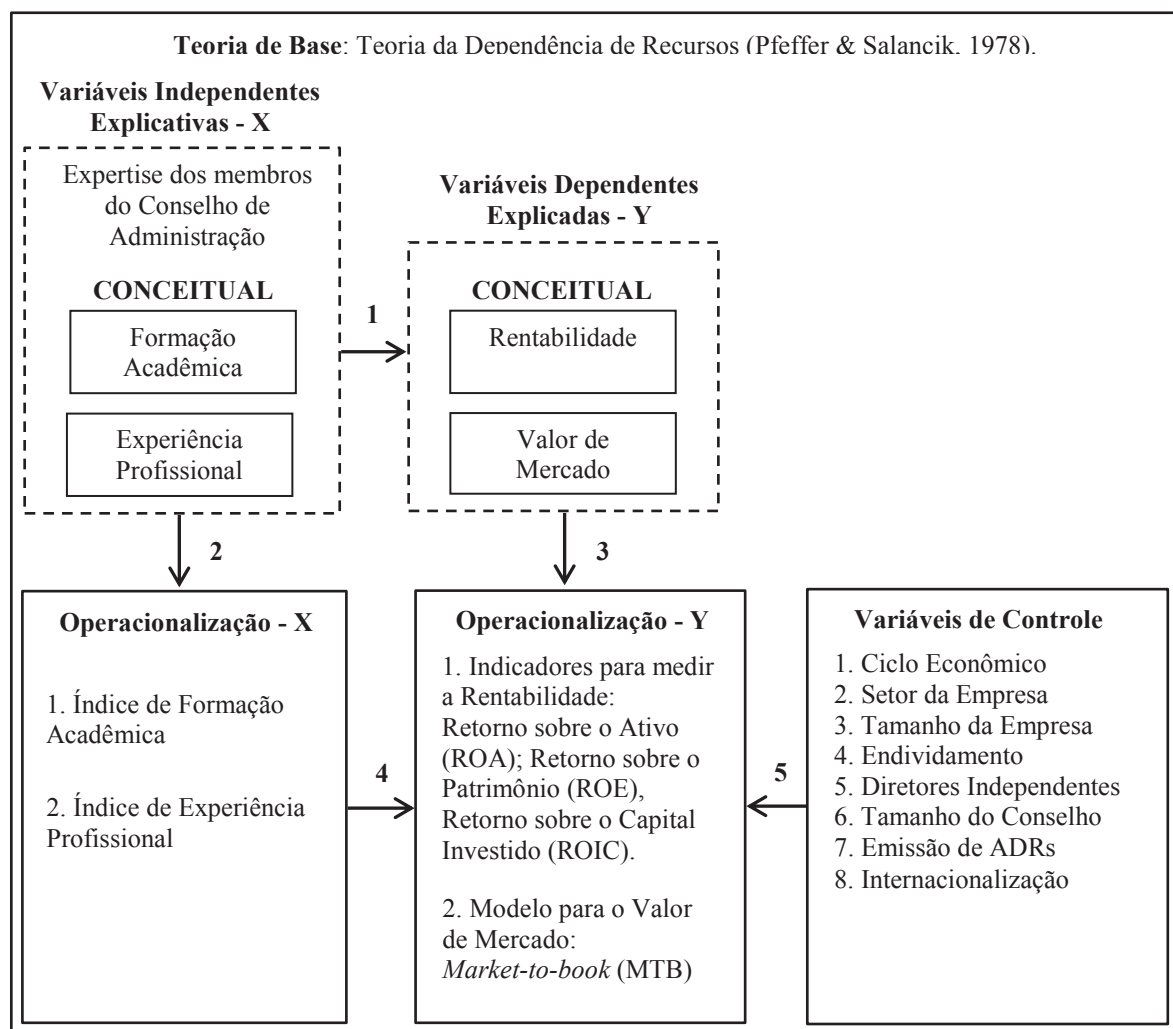
O modelo teórico desenvolvido para esta tese relaciona que as características de formação acadêmica e experiência profissional dos membros do Conselho de Administração tem potencial para interferir na rentabilidade e valor de mercado em empresas brasileiras transnacionais, sob a lente teórica da Teoria da Dependência de Recursos. Na Figura 1 apresenta-se o modelo teórico da pesquisa.



**Figura 1: Modelo teórico da pesquisa**

Fonte: Elaborado pelo autor.

A partir da representação do modelo teórico da pesquisa, apresenta-se na Figura 2 a estrutura operacional da tese, mostrando as relações conceituais, operacionais e suas respectivas variáveis.



**Figura 2: Estrutura Operacional da Tese**

Fonte: Elaborado pelo autor.

De acordo com o objetivo proposto, a construção teórica da pesquisa mostra a relação de efeito entre as variáveis independentes (explicativas) formados pela expertise dos membros do Conselho de Administração, representadas pela Formação Acadêmica e a Experiência Profissional, sobre as dependentes (explicadas) constituídas pela rentabilidade e valor de mercado das empresas, e pela interferência das variáveis de controle.

O link 1 prevê uma relação conceitual entre a formação acadêmica e experiência profissional dos membros do Conselho de Administração sobre a rentabilidade e valor de mercado de empresas brasileiras transnacionais. O link 2 define a operacionalização das

variáveis explicativas, por meio da elaboração de índices para capturar a expertise dos membros do conselho de administração. O link 3 representa a operacionalização das variáveis explicadas que mensura a rentabilidade e valor de mercado das empresas. O link 4 apresenta as relações operacionais entre a rentabilidade e valor de mercado e os modelos para capturar essas variáveis no mercado financeiro. O link 5 avalia a interferência das variáveis de controle sobre as variáveis dependentes demonstrando possíveis efeitos dessas variáveis sobre o modelo.

### 3.2 CARACTERIZAÇÕES DA POPULAÇÃO E AMOSTRA

O estudo foi realizado em empresas brasileiras transnacionais e nacionais de capital aberto listadas na [B]<sup>3</sup> Brasil Bolsa Balcão. Para obter as informações sobre as características de formação acadêmica e experiência profissional dos membros do Conselho de Administração dessas empresas, coletaram-se os dados apresentados nos Formulários de Referências (FR), no Item 12.6 que trata da composição e experiência profissional do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal; e no Relatório de Administração (RA), ambos obtidos no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Utilizaram-se os dados do FR, por ser um documento eletrônico e obrigatório sua elaboração pelas empresas a partir de 2010, sendo os critérios de divulgação de informações nesse formulário, regulado por meio da Instrução CVM nº 480/2009.

Os dados sobre indicadores contábeis e de mercado foram calculados a partir das informações financeiras, coletados junto ao banco de dados da Thomson Reuters Eikon<sup>®</sup>. As informações oriundas desses relatórios formarão um construto para a rentabilidade e outro para o valor de mercado da empresa.

Quanto ao período de análise, utilizaram-se as informações publicadas entre o período de 2014 a 2018. Justifica-se esse período de cinco anos devido ao fato da Instrução CVM nº 552/2014 dispor que as informações prestadas pelas empresas no Formulário de Referência (FR), quanto à composição, experiência profissional e formação dos membros do Conselho de Administração, devem representar as principais experiências e formação dos membros do conselho relativos aos últimos cinco anos.

Salienta-se que no período de 2014 a 2018 a economia brasileira passou por um período de recessão a partir do segundo trimestre de 2014 e iniciando a expansão somente a partir do primeiro trimestre de 2017 devido à recuperação do ciclo de negócios no Brasil



(IBGE, 2019; FGV, 2017). Estudos anteriores descrevem que os ciclos econômicos decorrem da instabilidade no mercado financeiro demonstrando que os períodos de crescimentos econômicos repentinos podem levar à crises e logo após conduzir a uma depressão, e ainda, esse cenário de incerteza permanece até um novo ciclo de equilíbrio econômico (Schumpeter, 1997). Neste período os preços tendem a cair e as relações de mercado a se ajustar até encontrar o equilíbrio, eliminando os excessos causados pelo crescimento e ajustando as distorções e erros gerados em decorrência dos preços elevados aumentando a incerteza. Gulati, Nohria e Wohlgezogen (2010) argumentam que empresas durante as crises não resistem, sobrevivem ou não conseguem se recuperar antes de três anos, e ainda, não conseguem obter o mesmo nível de vendas, lucros ou não conseguem se recuperar. Assim, essa incerteza provoca efeitos negativos no desempenho na economia e nas empresas, portanto, espera-se que uma variável *dummy* ajude a controlar esse período de expansão e recessão e apresente efeito negativo sobre o desempenho e valor de mercados das empresas analisadas.

A coleta das características de formação acadêmica e experiência profissional ocorreram por meio dos currículos dos membros do conselho de administração disponibilizados no Formulário de Referência. Os dados das demonstrações financeiras das empresas para o cálculo dos indicadores e variáveis de controle ocorreu na Base de Dados do Thonsom e Reuters.

O universo foi composto por todas as empresas brasileiras não financeiras com registro ativo e listadas na [B]<sup>3</sup>, perfazendo um total de 280 empresas, na posição de 12 de maio de 2019. Optou-se por ter como população as empresas listadas na [B]<sup>3</sup> em virtude de ser a bolsa de negócios do Brasil que agrega as empresas brasileiras transnacionais de capital aberto. Primeiro, para a identificação de empresa transnacional, utilizou-se o relatório publicado pelo Ministério da Economia Indústria, Comércio Exterior e Serviços (MDIC) (2019), que apresenta o cadastro de empresas brasileiras exportadoras e importadoras, atualizado até setembro de 2019. Segundo, verificou-se se a empresa estava listada na [B]<sup>3</sup> e se apresentava atividades em outros países.

Para a empresa permanecer na amostra foram estabelecidos os seguintes critérios de filtragem: a empresa deve apresentar atividades e negócios internacionalizados no período; não apresentar Patrimônio Líquido negativo no período analisado; apresentar os dados contábeis necessários para a determinação das variáveis de pesquisa; e que tiveram cotações nos seus preços de ações. As empresas devem, ainda, apresentar o Formulário de

Referência e o Relatório de Administração nos anos de 2014 a 2018 por meio do website CVM, com as informações curriculares sobre os membros do Conselho de Administração, bem como os dados financeiros necessários para avaliação da rentabilidade e valor de mercado. Foram excluídas as empresas internacionalizadas que declararam no FR que não houve receitas relevantes provenientes do exterior no período. Na Tabela 1 são apresentados os dados da amostra das empresas da pesquisa.

Tabela 2:  
**Composição da amostra da pesquisa**

Descrição	Empresas						
	População		Amostra				
	Total	% Total	T	% T	N	% N	% Total
<b>População das empresas não financeiras listadas na [B]<sup>3</sup></b>	<b>280</b>	<b>100</b>	<b>87</b>	<b>31,07</b>	<b>193</b>	<b>68,93</b>	<b>100</b>
(-) Excluídas as empresas que apresentam Patrimônio Líquido negativo	56	20,00	16	28,57	40	71,43	100
(-) Excluídas as empresas com dados contábeis indisponíveis no período e aquelas que tiveram ações sem liquidez em Bolsa	61	11,79	2	3,28	59	96,72	100
(-) Excluídas empresas internacionalizadas que declaram no Formulário Referência que não houve receitas relevantes provenientes do exterior no período	4	1,43	4	100	0	0	0
<b>Amostra das empresas</b>	<b>159</b>	<b>56,79</b>	<b>65</b>	<b>40,88</b>	<b>94</b>	<b>59,12</b>	<b>100</b>

**Nota:** T – Empresas Transnacionais; N – Empresas Nacionais. Excluídas as empresas que apresentaram **Patrimônio Líquido negativo** no período analisado (PL < 0). Excluídas as empresas com **dados contábeis indisponíveis** no período e que tiveram ações sem liquidez em bolsa mostra as empresas com dados contábeis e financeiros insuficientes para a determinação das variáveis. Excluídas as **empresas internacionalizadas** que informaram **não possuir receitas relevantes** de países estrangeiros e não destacaram em suas demonstrações financeiras ou no Formulário de Referência os valores das receitas de vendas no exterior, segregando essas receitas em mercado interno e externo, ou que informaram que não existem receitas relevantes fora do país de origem da companhia.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Justifica-se a exclusão das empresas financeiras, como: bancos, seguradoras, fundos diversos e consórcios, pois possuem quantidades de ativos e passivos que precisam ser divulgados de acordo com o IFRS 13 *Fair Value Measurement* (IASB, 2011). Ainda, pelo fato dessas entidades financeiras apresentarem essas particularidades na norma, utilizam indicadores econômico-financeiros específicos na avaliação de seu desempenho e apresentam planos de contas diferentes daquelas empresas que atuam em setores não financeiros, impossibilitando a mensuração e comparação de determinadas variáveis utilizadas neste estudo. Na Tabela 2 apresentam-se os setores econômicos e a participação percentual das empresas de cada setor.

Tabela 3:

**Amostra das empresas classificadas por setores econômicos**

Setores Econômicos	População	Amostra Total	% da Amostra	Amostra				
				T	% T	N	% N	% Total
Bens Industriais	55	26	47,27	13	50,00	13	50,00	100
Consumo Cíclico	76	39	51,32	14	35,90	25	64,10	100
Consumo Não Cíclico	25	16	64,00	10	62,50	6	37,50	100
Materiais Básicos	33	19	57,58	17	89,47	2	10,53	100
Petróleo e Gás	11	4	36,36	3	75,00	1	25,00	100
Saúde	15	9	60,00	3	33,33	6	66,67	100
Tecnologia da Informação	9	4	44,44	3	75,00	1	25,00	100
Telecomunicações	9	5	55,56	1	20,00	4	80,00	100
Utilidade Pública	47	37	78,72	1	2,70	36	97,30	100
<b>Total</b>	<b>280</b>	<b>159</b>	<b>56,79</b>	<b>65</b>	<b>40,88</b>	<b>94</b>	<b>59,12</b>	<b>100</b>

**Nota:** T – Empresas Transnacionais; N – Empresas Nacionais.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A amostra foi composta por 159 empresas constituídas em painel balanceado, classificadas em 65 empresas transnacionais e 94 empresas nacionais, distribuídas em nove setores econômicos diferentes. As 65 empresas transnacionais constituem um painel balanceado de 325 observações no período e as 94 empresas nacionais apresentam 470 observações. Considerando o período de estudo (2014-2018) foram analisados os 6.307 currículos dos membros dos Conselhos de Administração das empresas da amostra.

Para a distribuição das empresas por setor econômico, utilizou-se a classificação setorial da [B]<sup>3</sup> que divide as empresas nos seguintes setores: Petróleo, Gás e Biocombustíveis; Materiais Básicos; Bens Industriais; Consumo não Cíclico; Consumo Cíclico; Saúde; Tecnologia da Informação; Telecomunicações; Utilidade Pública; e Financeiro. No Apêndice A apresenta-se a relação das 65 empresas transnacionais e no Apêndice B as 94 empresas nacionais, classificadas por setor econômico contemplados pelo estudo, destacando a participação percentual no setor e o nome das empresas.

### 3.3 VARIÁVEIS DEPENDENTES, INDEPENDENTES E DE CONTROLE

Nessa seção são apresentadas as variáveis dependentes, independentes e variáveis de controle, incluídas no modelo teórico da pesquisa, e escolhidas baseadas em variáveis que auxiliam a explicar a relação entre as características de formação acadêmica e

experiência profissional dos membros do Conselho de Administração com potencial para influenciar na rentabilidade e valor de mercado das empresas brasileiras transnacionais.

### 3.3.1 Variáveis da Formação Acadêmica e Experiência Profissional

Para mapear a Expertise dos membros do Conselho de Administração foram construídos dois Índices, denominados Formação Acadêmica e Experiência Profissional, com características esperadas dos membros do Conselho de Administração. Espera-se que a Rentabilidade e o Valor de Mercado das empresas sejam influenciados positivamente por esses índices.

Para codificação do Índice Formação Acadêmica foi atribuído um ponto para os itens que o compõe, caso a resposta seja “SIM”, e zero quando for “NÃO”. Em função desses critérios para codificação, as empresas receberão uma pontuação individual absoluta, que pode variar entre 0 e 8 (8 itens vezes a pontuação máxima de um ponto por item). No Quadro 1 apresentam-se as definições das medidas utilizadas no Índice de Formação Acadêmica.

Quadro 1:

#### Caracterização dos itens que compõe o índice de Formação Acadêmica

Itens	Definição operacional	Referência
1. Formação em Instituição Internacional	Formação acadêmica em instituição internacional.	Chen (2011); Nielsen & Nielsen (2013); Johnson <i>et al.</i> (2013); Li, Wei e Lin (2016).
2. Formado em Ciências Contábeis, Administração e Economia	Possui curso superior em Ciências Contábeis, Administração ou Economia.	Oliva & Albuquerque (2007); Li, Wei e Lin (2016).
3. Mais de um curso superior	Possui mais um curso superior.	
4. Especialização	Possui especialização <i>Lato Sensu</i> .	Hillman & Dalziel (2003); Haynes & Hillman (2010); Li, Wei e Lin (2016).
5. Especialização em negócios.	Possui especialização <i>Lato Sensu</i> em contabilidade, finanças e gestão.	Hillman & Dalziel (2003); Haynes & Hillman (2010).
6. Especialização no exterior	Possui especialização no exterior.	Li, Wei & Lin (2016).
7. Mestrado	Possui mestrado.	Jermias & Gani (2014); Filatotchev <i>et al.</i> (2009).
8. Doutorado	Possui doutorado.	

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os itens descritos no Quadro 1 representam as características de formação acadêmica e foram coletadas no currículo resumido dos membros do Conselho de Administração, no item 12.6 do Formulário de Referência.

Para codificação do Índice Experiência Profissional utiliza-se critério semelhante. Foi atribuído um ponto para os itens que o compõe caso a resposta seja “SIM” e zero ponto quando for “NÃO”. Em função desses critérios para codificação, as empresas receberão uma pontuação individual absoluta que pode variar entre 0 e 12 (12 itens vezes a pontuação máxima de um ponto por item). Espera-se que as características de experiência profissional dos membros do Conselho que ajudem a diferenciar os resultados financeiros da empresa (Nielsen & Nielsen, 2013; Aharoni *et al.*, 2011; Chen, 2011; Dalziel, Gentry, & Bowerman, 2011; Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013; Aharoni, Tihanyi, & Connely, 2011). No Quadro 2 apresentam-se as definições das medidas utilizadas neste estudo para o Índice de Experiência Profissional.

Quadro 2:

**Caracterização dos itens que compõe o índice de Experiência Profissional**

<b>Itens</b>	<b>Definição operacional</b>	<b>Referências</b>
1. Experiência em empresas internacionalizadas	Possui experiência em empresa internacionalizada.	Nielsen & Nielsen (2013); Aharoni <i>et al.</i> (2011); Chen (2011).
2. Experiência no setor econômico	Possui experiência no mesmo setor econômico em que a empresa atua.	Orens & Reheul (2013); Johnson <i>et al.</i> (2013); Hillman & Dalziel (2003); Nielsen & Nielsen (2013).
3. Experiência como CEO	Possui experiência anterior como CEO.	Kor & Misangyi, 2008; Fischer & Pollock (2004); Chen (2011).
4. Experiência como CFO	Possui experiência anterior como CFO.	Li, Wei & Lin (2016); Chen (2011); Li, Sun & Ettredge (2010); Johnson, Schnatterly & Hill (2013).
5. Experiência em empresas estatais	Possui experiência em cargos ou funções nomeadas em empresas estatais.	Houston & Ferris (2015); Goldman, Rocholl & So (2013); Hillman <i>et al.</i> (2009); Daily, Certo & Dalton (2000); Athanassiou & Nigh (2002); Hillman <i>et al.</i> (2009).
6. Eleito pelo controlador	Ser eleito pelo controlador da empresa.	Hillman <i>et al.</i> (2000, 2005); Walls & Hoffman (2013); Reeb & Zhao, (2009).
7. Laços familiares com o CEO da empresa	Possui laços familiares com o CEO da empresa.	Hillman <i>et al.</i> (2005, 2009); Pfeffer & Salancik (2003); Dalziel <i>et al.</i> (2011).
8. Acumula cargos e funções	Acumula cargo, funções ou participa de outro órgão de administração.	Pfeffer & Salancik, (1978); Daily, Certo & Dalton (2000); Athanassiou & Nigh (2002); Hillman (2003); Hillman <i>et al.</i> (2009).

9. Experiência no Conselho Fiscal.	Experiência no Conselho Fiscal em outras empresas.	Daily, Certo & Dalton (2000); Athanassiou e Nigh (2002).
10. Experiência no Conselho de Administração em outras empresas	Experiência participando do Conselho de Administração em outras empresas.	Pfeffer & Salancik (1978); Hillman, Withers, & Collins (2009); Dalziel, Gentry, & Bowerman (2011).
11. Experiência em empresas com regulamentação específica	Possui experiência com empresas em setores com regulamentação específica.	Aharoni, Tihanyi & Connely (2011); Barkema & Shvykov (2007); Hillman (2005).
12. Professor no Ensino Superior	Atua como professor no ensino superior.	Jermias & Gani (2014); Filatotchev <i>et al.</i> (2009).

Fonte: Elaborado pelo autor.

Mensurar variáveis reveste-se de complexidade em função da subjetividade (Babbie, 2005). Assim, neste estudo a subjetividade dos itens FORM\_ACAD e EXPER\_PROF é minimizada, pois não se procuram informações subliminares para constatar os índices de formação acadêmica e experiência profissional do Conselho de Administração. Os itens analisados são dicotômicos e sua análise depende das características de formação e experiência apresentada pelos membros do Conselho de Administração.

### 3.3.2 Variáveis para a Rentabilidade da Empresa e Valor de Mercado

Empregam-se neste estudo os indicadores de rentabilidade: Retorno sobre os Ativos (ROA), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), e Retorno sobre o Capital Investido (ROIC), pois são recorrentes na literatura de finanças e sua utilização constitui base consolidada na teoria, com relação à interpretação das informações financeiras das empresas (Brealey, Myers, & Allen, 2013).

Optou-se por utilizar as variáveis de rentabilidade, pois mede o grau de êxito econômico obtido por uma empresa, em relação ao capital nela investido, determinado pelo lucro líquido contábil, patrimônio líquido e valor de mercado. O valor de mercado da empresa está apoiado nas expectativas futuras de geração de caixa, que aumenta a rentabilidade da empresa (Copeland, Koller, & Murrin; 2002), sendo que a criação de valor advém do ativo fixo afetar o valor da empresa (Brealey, Myers, & Allen, 2013; Berk & Dermazo, 2009).

Observa-se, ainda, que a presença de incertezas sobre o mercado externo levam as empresas que apresentar restrições de capital, perspectivas de crescimento futuro e internacionalização de suas atividades, a reterem excessos de caixa, afetando assim o valor da empresa (Brealey, Myers; & Allen, 2013; Almeida, Campello, & Weisbach, 2004). Dessa forma, empresas criariam valor por meio de retornos sobre o capital investido, bem como pela seleção de estratégias que maximizam o lucro econômico. No Quadro 3 apresenta-se as medidas para as variáveis de rentabilidade.

Quadro 3:  
**Medidas das variáveis de rentabilidade**

Indicadores	Definições Constitutivas	Definições Operacionais	Referências
Retorno sobre o Ativo (ROA)	$ROA_{it} = \frac{LOp_{it}}{AT_{it}}$	Mensura a rentabilidade conjunta dos recursos próprios e de terceiros sobre o ativo total. Calculado pela razão entre o lucro operacional e o ativo total.	Damodaran (2007); Silva (2001); Weston & Brigham, (2010); Copeland, Koller, & Murrin (2002), Brigham & Ehrhardt (2016); Brealey, Myers; & Allen (2013);
Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	$ROE_{it} = \frac{LL_{it}}{PL_{it}}$	Compara quanto do lucro é gerado com o valor investido, mostrando a eficiência da empresa em gerar lucros em determinado período. Calculado pela razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido.	
Retorno sobre o Capital Investido (ROIC)	$ROIC_{it} = \frac{NOPAT_{it}}{Capital\ Investido_{it}}$	Avalia a eficiência da empresa na utilização do capital investido pelos acionistas. Calculado pela razão entre o NOPAT ( <i>Net Operating Profits Less Adjusted Taxes</i> ) e o capital investido (capital próprio mais capital de terceiros).	

Fonte: Elaborado pelo autor.

O valor de mercado da empresa é medido pelo *Market-to-book* (MTB) que é uma métrica de avaliação financeira utilizada para mensurar o valor de mercado atual da empresa em relação ao seu valor contábil. O valor de mercado relaciona o preço da ação de uma empresa a seus lucros, ao fluxo de caixa e ao valor de livro por ação oferecendo aos gestores e aos acionistas um indicativo a respeito do desempenho da empresa e de suas perspectivas futuras (Chen & Zhao, 2006; Brigham & Ehrhardt, 2016).



### 3.3.3 Variáveis de Controle da Pesquisa

As variáveis de controle, descritas no Quadro 4, foram empregadas para verificar e isolar sua possível interferência nas análises entre a formação acadêmica e experiência profissional (variáveis independentes) e sua influência sobre a rentabilidade e o valor de mercado da empresa (variáveis dependentes).

Quadro 4:  
Variáveis de controle

Variáveis	Definições Operacionais	Embasamento Teórico
1. Ciclo Econômico	Analisa o efeito do ciclo econômico representado por uma variável <i>dummy</i> para controlar o período de expansão e recessão.	IBGE (2019); FGV (2017); Schumpeter (1997); Gulati, Nohria & Wohlgezogen (2010).
2. Setor Econômico	Analisa os diferentes setores em que as empresas atuam.	Contractor (2012); Faleye <i>et al.</i> (2018).
3. Tamanho dos Ativos	Logaritmo Natural ( <i>ln</i> ) do ativo total das empresas.	Armstrong, Ittner, & Larcker (2012); Gao <i>et al.</i> (2010); Drobetz <i>et al.</i> (2018).
4. Endividamento	Logaritmo natural ( <i>ln</i> ) do Endividamento <sub>it</sub> = Passivo Oneroso <sub>it</sub> / Patrimônio Líquido <sub>it</sub>	Hauser (2018); Black & Kim (2012).
5. Diretores Independentes	Examina a composição do conselho medido pela proporção de conselheiros independentes no Conselho de Administração dividida pelo número total de membros do conselho.	Chen, Dyball & Wright (2009); Adams & Ferreira (2007); Harris & Raviv (2008); Linck <i>et al.</i> (2008).
6. Tamanho do Conselho de Administração	Analisa a quantidade de conselheiros no Conselho de Administração.	Daily, Certo & Dalton (2000); Adams <i>et al.</i> , (2018); e Faleye <i>et al.</i> , (2018).
7. Emissão de ADRs	Mede a negociação de ADRs em bolsas de valores nos Estados Unidos.	Souza, Murcia, & Marcon (2011); Santos, Vasconcelos, & De Luca (2015).
8. Internacionalização	Indicador de nível de internacionalização das atividades da empresa no exterior.	UNCTAD (2017); Barroso, Villegas & Calero (2011); Rivas, Hamori & Mayo (2009).

Fonte: Elaborado pelo autor.

O ciclo econômico (Ciclo\_Econ<sub>it</sub>) analisa o efeito do ciclo econômico brasileiro no período de 2014 a 2018. A economia brasileira passou por um período de recessão a partir do segundo trimestre de 2014 e iniciando um período de expansão econômica a partir do primeiro trimestre de 2017 com a ocorrência de uma recuperação do ciclo de negócios brasileiro (IBGE, 2019; FGV, 2017). Assim, foi acrescentada uma variável *dummy* para controlar esse período assumindo o valor “1” para expansão e “0” para recessão.

O setor da empresa (Setor\_Econ<sub>it</sub>) representa os diferentes segmentos em que as empresas atuam. Para a segmentação dos setores, emprega-se a classificação



disponibilizada pela [B]<sup>3</sup> que divide as empresas em 10 setores, sendo: 1 - Petróleo, Gás e Biocombustíveis; 2 - Materiais Básicos; 3 - Bens Industriais; 4 - Consumo não Cíclico; 5 - Consumo Cíclico; 6 - Saúde; 7 - Tecnologia da Informação; 8 - Telecomunicações; 9 - Utilidade Pública; e 10 – Financeiro. Utilizam-se esses setores de atividade para controlar e capturar os possíveis efeitos específicos do setor e para realizar comparações entre as empresas de setores diferentes, tendo em vista que cada setor possui peculiaridades em relação ao mercado e sua expansão e permanência no exterior. Para análises das empresas transnacionais há necessidade de controlar os setores, pois a produção varia significativamente de acordo com o setor em que a empresa atua (Contractor, 2012) e a partir de determinado ponto, a expansão no mercado internacional pode forçar o aumento ou a criação de produção adicional no exterior para atender essa demanda, aumentando as receitas com atividades no exterior (Hennart, 2011). Assim, a *dummy* setorial busca destacar a influência do tipo de atividade econômica do setor sobre o valor de mercado e desempenho das empresas.

O Tamanho dos Ativos ( $Tam\_Empresa_{it}$ ) mensura o porte da empresa pelo logaritmo natural ( $\ln$ ) do Ativo Total da empresa. Estudos destacam que o tamanho dos ativos pode evidenciar a existência de vantagem competitiva representada pelo desempenho da empresa, que devido ao seu porte, apresentam menor dependência de recursos do ambiente externo, maior economia de escala e menores riscos, devido à diversificação nas atividades de negócios, gerando valor para a empresa (Armstrong, Ittner, & Larcker, 2012). O tamanho pode, ainda, afetar a internacionalização e os comportamentos de exportação de uma empresa (Gao *et al.*, 2010).

O Endividamento ( $Endivid_{it}$ ) foi medido pelo logaritmo natural ( $\ln$ ) do endividamento e empregado para avaliar o desempenho da empresa medido pela razão entre o passivo oneroso de curto e longo prazo pelo patrimônio líquido. O endividamento foi controlado como um importante indicador da capacidade das empresas em expansão no mercado internacional, dado que as empresas dependem do financiamento da dívida para os seus esforços de internacionalização (Faleye *et al.*, 2018); e empresas lucrativas sinalizam a qualidade dos resultados para o mercado, alavancando-se, resultando em uma relação positiva entre endividamento e lucratividade (Hauser, 2018).

Os Diretores Independentes ( $Dir\_Indep_{it}$ ) analisa a proporção de conselheiros independentes no Conselho de Administração em relação ao número total de membros do conselho. Estudos argumentam que a composição do conselho deve refletir uma

combinação apropriada de diretores internos e externos com base nos negócios e ambiente da empresa (Chen, Dyball & Wright, 2009; Adams & Ferreira, 2007; Harris & Raviv, 2008). Em empresas complexas conselhos maiores e mais independentes tendem a se beneficiar de funções de aconselhamento que os diretores externos desempenham. Por outro lado, empresas em crescimento ou com alta assimetria de informação tendem a possuir conselhos menores e menos independentes, devido os altos custos de monitoramento (Linck *et al.* (2008).

O Tamanho do Conselho ( $Tam\_CA_{it}$ ) avalia o efeito do número de diretores no conselho. Estudos mostraram que conselhos maiores podem ter um impacto positivo no desempenho da empresa (Daily, Certo & Dalton, 2000), pois, as empresas podem adicionar mais conselheiros com diversidade de habilidades ao seu conselho (Adams *et al.*, 2018; Faleye *et al.*, 2018) e essa diversidade está relacionada ao melhor desempenho da empresa ao longo do tempo.

A emissão de ADRs ( $ADR_{it}$ ) foi empregada para medir a negociação de ações de empresas brasileiras em bolsas de valores nos Estados Unidos. sendo medido por variável que assume 1 para empresas que emitem ADRs e 0 caso contrário. Baixo nível de governança está associado à negociação de ações somente no mercado de capitais brasileiro; níveis mais elevados de governança estão relacionados à emissão e comercialização de títulos em bolsas de valores americanas (Souza, Murcia, & Marcon, 2011; Santos, Vasconcelos, & De Luca, 2015).

A Internacionalização ( $Inter_{it}$ ) foi utilizada como um indicador de propensão à exportação e desempenho de exportação das empresas. Estudos utilizaram medidas distintas de internacionalização para associações com as características e competências do Conselho de Administração e sobre o desempenho das empresas (Bird, Buchanan & Rogers, 2004; Lien *et al.*, 2005; Barroso, Villegas & Calero, 2011) argumentando que apesar da crescente importância do Conselho de Administração sobre os resultados organizacionais, aliado a crescente expansão internacional experimentado pelas empresas, são escassos os estudos que relacionam o Conselho de Administração e o índice de internacionalização das empresas (Rivas, Hamori & Mayo, 2009). O nível de internacionalização foi medido de acordo com a metodologia *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD, 2017) que classifica as empresas por meio de seu investimento no exterior, utilizando dimensões que permitem comparações entre empresas de setores distintos e de países de origens diversas, variando entre 0 a 1. Nesse estudo foi

mensurado pela média de três razões: ativos externos divididos pelos ativos totais da empresa; vendas externas divididas pelas vendas totais da empresa; e empregos externos divididos pelos empregos totais gerados pela empresa. Essas dimensões foram usadas como medida do nível de internacionalização por serem consideradas importantes indicadores de propensão à exportação e por explicar a relação entre o nível de internacionalização e o desempenho das empresas.

### 3.4 TRATAMENTOS ESTATÍSTICOS

O estudo utilizou a análise descritiva e teste de normalidade dos dados; análise fatorial exploratória (AFE); análise de regressão com dados em painel; análise e testes de hipóteses. No Quadro 5 apresenta-se o protocolo de análise indicando os procedimentos estatísticos realizados.

Quadro 5:

**Protocolo de análise de dados e testes estatísticos**

<b>Etapas</b>	<b>Tipos de Análise Estatística</b>	<b>Análise e Testes Estatísticos Realizados</b>	<b>Parâmetro de Análise</b>	<b>Referências</b>
<b>Análise descritiva dos dados</b>	Medidas de Tendência Central (média)	Indicam os valores mais prováveis da distribuição de frequências.	Média amostral	Marôco (2014); Stevenson (1981)
	Medidas de Dispersão	Avaliam a variância, o desvio-padrão, assimetria e o coeficiente de variação.	Dispersão em torno da média	
	Teste de normalidade Kolmogorov-Smirnov (K-S) e Shapiro-Wilk	Avaliar se os dados seguem uma distribuição amostral normal.	$D \geq D_{tabela}(\alpha)$ $\rho \leq \alpha$	Field (2009); Marôco (2014)
<b>Análise e testes de hipóteses</b>	Coefficiente de correlação de Pearson	Mede o grau da correlação entre duas variáveis.	$\rho$ = valores entre -1 e 1.	Field (2009); Marôco (2014); Hair <i>et al.</i> (2009)
	Teste <i>t</i> de Student para amostras independentes	Comparar as médias de uma variável em dois grupos diferentes.	Conduzidos com o <i>p</i> -valor crítico de 1% e 5%.	
<b>Variáveis de Rentabilidade e Valor de Mercado das Empresas</b>	Análise Fatorial Exploratória (AFE)	Estabelece a correlação das variáveis observáveis e as organiza em fatores.	Matriz de Correlação	Field (2009); Hair <i>et al.</i> (2009); Fávero <i>et al.</i> (2009)
			Valor > 0,30	
	Teste de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO)	Avaliar a adequação da amostra quanto ao grau de correlação parcial entre as variáveis.	Varia entre 0 e 1 KMO $\geq 0.5$ Aceitável	

	Teste de esfericidade de Bartlett	Analisar a significância estatística da matriz de correlação entre as variáveis.	$p < 0,05$ indicam que a matriz é favorável	
<b>Formação Acadêmica e Experiência Profissional</b>	Índice de Formação Acadêmica e Experiência Profissional	Elaborar uma métrica para mapear o Índice de Formação Acadêmica e Experiência Profissional	Divisão da pontuação absoluta de cada empresa pela pontuação máxima da métrica resultando em um índice que varia de 0 a 1	
<b>Equações Simultâneas</b>	Teste de Endogeneidade	Analisar as equações com o objetivo de determinar estatisticamente, qual variável é explicada e qual pode ser classificada com explicativa	Erro residual e $p$ -valor não significativo $\geq 0,05$	Gujarati & Porter (2011)
<b>Regressão com Dados em Panel</b>	Teste $F$ de Chow	Verificar o modelo mais adequado a ser utilizado: POLS ou efeitos fixos.	$p$ -value $< 0,05$ usar efeitos fixos e não o POLS.	Wooldridge (2012); Fávero <i>et al.</i> (2009); Fávero (2013)
	Teste de Breush-Pagan	Verificar o modelo mais adequado a ser utilizado: POLS ou efeitos aleatórios.	$p$ -value $< 0,05$ usar efeitos aleatório e não o POLS.	
	Teste de Hausman	Verificar a abordagem mais apropriada efeitos fixos ou aleatórios.	$p$ -value $< 0,05$ usar efeitos aleatórios e não os fixos.	

Fonte: Elaborado pelo autor.

Foi empregada Análise Fatorial Exploratória (AFE) para identificar os fatores latentes que explicam as correlações observadas nas variáveis de Rentabilidade (ROA, ROI e ROIC e Valor de Mercado (MTB). O emprego da AFE permite analisar as correlações observadas entre as variáveis originais para estimar os fatores comuns, e as relações estruturais que ligam esses fatores às variáveis, atribuindo um *score* (quantificação) ponderando as respostas correlacionadas aos construtos ou fatores que não são diretamente observáveis (Fávero *et al.*, 2009; Johnson & Wichern, 2007; Field, 2009). Utilizou-se também Regressão com Dados em Painel para analisar a relação entre variáveis explicativas e de controle com as variáveis dependentes (Hair *et al.*, 2009; Field, 2009).

Os dados desta tese são oriundos de informações financeiras, das demonstrações contábeis e de valor de mercado das empresas caracterizando-se em um estudo longitudinal cujos dados são coletados da empresa  $i$  no período  $t$  configurando-se como estrutura de dados em painel. As variáveis medidas por dados de painel normalmente combinam dados seccionais e temporais em um painel de uma dada variável  $i$  e um conjunto de observações

(amostra) na qual as  $n$  empresas são observadas ao longo de  $t$  períodos de tempo (Wooldridge, 2012; Field, 2009).

Para a obtenção e análise dos dados utilizou-se o software Gretl®, aplicando-se a metodologia de Regressão Linear com Dados em Panel; e o *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS®) para análise da regressão linear, análise fatorial exploratória; e análise e testes de hipóteses.

### 3.5 ESPECIFICAÇÕES DOS MODELOS PARA TESTE DAS HIPÓTESES

Defende-se a tese de que a formação acadêmica e experiência profissional dos membros do Conselho de Administração influenciam positivamente a rentabilidade e o valor de mercado das empresas brasileiras transnacionais.

O modelo teórico apresentado na Figura 1 considera que existe relação entre os construtos formação acadêmica e experiência profissional, que compõem as variáveis independentes e os construtos rentabilidade e valor de mercado da empresa, representando as variáveis dependentes. A relação entre esses construtos pode ser influenciada por outras características, assim, elas são incluídas no estudo como variáveis de controle as quais são testadas para verificar sua possível interferência nas análises entre as variáveis independentes e dependentes.

Para investigar a influência da formação acadêmica e experiência profissional dos membros do Conselho de Administração na rentabilidade e valor de mercado de empresas brasileiras transnacionais são apresentadas as hipóteses de teste da pesquisa para operacionalizar a interpretação dos resultados obtidos. A partir da hipótese teórica elaboram-se as hipóteses de teste H1, H2, H3 e H4 verificando suas relações com as variáveis.

Pesquisas argumentam que diferentes características de experiência e formação específica obtidas na carreira podem afetar as decisões dos gestores e comprometer o desempenho da empresa (Nielsen, 2010b; Nielsen & Nielsen, 2013). Orens e Reheul (2013) defendem que o nível de formação educacional dos diretores se reflete nas características e desempenho de suas organizações; e a experiência profissional no setor permite que os diretores se familiarizem com o ambiente em que atuam (Rivas, 2012); melhorando o desempenho das empresas (Kor & Misangyi, 2008; Tian, Haleblan, & Rajagopalan, 2011; Walls & Hoffman, 2013).

Para Aharoni *et al.* (2011) a experiência específica dos diretores gera vantagem competitiva no mercado nacional e internacional, sendo um aspecto determinante na internacionalização e desempenho econômico-financeiro da empresa e sugerem que diretores que possuem experiência estão em posição superior para assessorar a administração em relação a decisões estratégicas melhorando o desempenho das empresas. Diante do exposto, propõe-se que:

**H1:** Há relação significativa e positiva entre a formação acadêmica dos membros do Conselho de Administração das empresas e a rentabilidade das empresas brasileiras transnacionais.

**H2:** Há relação significativa e positiva entre a experiência profissional dos membros do Conselho de Administração das empresas e a rentabilidade das empresas brasileiras transnacionais.

O modelo que relaciona as variáveis é apresentado na equação 1.

$$\begin{aligned}
 RENTAB_{it} = & \beta_{1i} + \beta_2 FORM\_ACAD_{2it} + \beta_3 EXPER\_PROF_{3it} + \beta_4 INTER_{4it} + \\
 & \beta_5 CICLO\_ECON_{5it} + \beta_6 SETOR\_ECON_{6it} + \beta_7 TAM\_EMPRESA_{7it} \\
 & + \beta_8 ENDIVID_{8it} + \beta_9 DIR\_INDEP_{9it} + \beta_{10} TAM\_CA_{10it} + \\
 & \beta_{11} ADR_{11it} + \gamma_t + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \quad (1)$$

O modelo que relaciona as variáveis analisando a interação entre a internacionalização das empresas (INTER) com a variável formação acadêmica (FORM\\_ACAD) e experiência profissional (EXPER\\_PROF) é apresentado na equação 2.

$$\begin{aligned}
 RENTAB_{it} = & \beta_{1i} + \beta_2 FORM\_ACAD_{2it} + \beta_3 EXPER\_PROF_{3it} + \beta_4 INTER_{4it} + \\
 & \beta_5 FORM\_ACAD_{it} * INTER_{it} + \beta_6 EXPER\_PROF_{it} * INTER_{it} + \\
 & \beta_7 CICLO\_ECON_{7it} + \beta_8 SETOR\_ECON_{8it} + \beta_9 TAM\_EMPRESA_{9it} \\
 & + \beta_{10} ENDIVID_{10it} + \beta_{11} DIR\_INDEP_{11it} + \beta_{12} TAM\_CA_{12it} + \\
 & \beta_{13} ADR_{13it} + \gamma_t + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \quad (2)$$

Em que,

RENTAB<sub>it</sub> = variável dependente a ser explicada;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4 \dots \beta_{11}$  = intercepto da regressão;

FORM\_ACAD<sub>it</sub> = variável da medida pelo índice de formação acadêmica do membro do Conselho de Administração da empresa *i* no período *t*;

EXPER\_PROF<sub>it</sub> = variável da medida pelo índice da experiência profissional do membro do Conselho de Administração da empresa *i* no período *t*;

INTER<sub>it</sub> = indicador do nível de internacionalização das atividades da empresa *i* no período *t*;

CICLO\_ECON<sub>it</sub> = efeito do ciclo econômico representado por uma variável para controlar o período de expansão e recessão da empresa *i* no período *t*;

SETOR\_ECON<sub>it</sub> = setor econômico de atividade da empresa *i* no período *t*;

TAM\_EMPRESA<sub>it</sub> = medida para o controle do porte da empresa, mensurado pelo logaritmo natural (ln) do ativo total da empresa *i* no período *t*;

ENDIVID<sub>it</sub> = endividamento da empresa *i* no período *t*;

DIR\_INDEP<sub>it</sub> = proporção de conselheiros independentes no conselho de administração da empresa *i* no período *t*;

TAM\_CA<sub>it</sub> = tamanho do conselho de administração da empresa *i* no período *t*;

ADR<sub>it</sub> = negociação de ADRs em bolsas dos Estados Unidos da empresa *i* no período *t*;

$\gamma_t$  = variável *dummy* para cada ano da série de variáveis da amostra (2014 a 2018);

$\varepsilon_{it}$  = erro do modelo proposto, indicando a variância não explicada pelas medidas das variáveis independentes (formação acadêmica e experiência profissional); pelas variáveis dependentes (rentabilidade e valor de mercado da empresa); pelas variáveis de controle; e pelas variáveis *dummy* de tempo e setor.

Os parâmetros de interesse para análise das Hipóteses H1 e H2 são os resultados dos estimadores das *proxies* de influência sobre a  $RENTAB_{it}$  das empresas e são dados pelas variáveis FORM\_ACAD<sub>it</sub> e EXPER\_PROF<sub>it</sub>. A partir das estimações dos parâmetros  $\beta_2$  e  $\beta_3$  das equações 1 e 2 é que será operacionalizado o exame empírico para identificar a influência das *proxies* de formação acadêmica e experiência profissional sobre a variável Rentabilidade.

Estudos relatam que a formação e experiência do Conselho de Administração possui relação significativa entre o valor de mercado da empresa (*market-to-book*) e o tamanho do conselho; que o tamanho do conselho diminui com as oportunidades de crescimento e a volatilidade do retorno das ações; que tamanho e experiência do Conselho de Administração modelam as características de governança corporativa da empresa; que o conselho é endogenamente determinado e consistente com a maximização do valor de mercado da empresa (Coles, Daniel, & Naveen, 2008; Linck, Netter, & Yang, 2008).

Considera-se que os resultados financeiros e o valor de mercado das empresas estão relacionados ao perfil e atuação do Conselho de Administração, mensurado a partir de

atributos relacionados com a estrutura da organização, a composição do tamanho do conselho, as características dos conselheiros considerando a experiência profissional, formação acadêmica, independência, e os processos de tomada de decisões (Bird, Buchanan, & Rogers, 2004). Assim, empresas com diretores com qualificação e experiência no exterior atrairiam mais investidores e analistas de mercado melhorando o valor de mercado das empresas (Li, Wei, & Lin, 2016; Chen, 2011; Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013; Jermias & Gani, 2014). Sendo assim, estabelecem-se as seguintes hipóteses de teste da pesquisa:

**H3:** Há relação significativa e positiva entre a formação acadêmica dos membros do Conselho de Administração das empresas e o valor de mercado das empresas brasileiras transnacionais.

**H4:** Há relação significativa e positiva entre a experiência profissional dos membros do Conselho de Administração das empresas e o valor de mercado das empresas brasileiras transnacionais.

O modelo que relaciona as variáveis é apresentado na equação 3.

$$\begin{aligned}
 VALOR\_MERC_{it} = & \beta_{1i} + \beta_2 FORM\_ACAD_{2it} + \beta_3 EXPER\_PROF_{3it} + \beta_4 INTER_{4it} + \\
 & \beta_5 CICLO\_ECON_{5it} + \beta_6 SETOR\_ECON_{6it} + \beta_7 TAM\_EMPR_{7it} + \\
 & \beta_8 ENDIVID_{8it} + \beta_9 DIR\_INDEP_{9it} + \beta_{10} TAM\_CA_{10it} + \\
 & \beta_{11} ADR_{11it} + \gamma_t + \epsilon_{it}
 \end{aligned} \quad (3)$$

O modelo que relaciona as variáveis, analisando a interação entre a internacionalização das empresas (INTER) com a variável formação acadêmica (FORM\_ACAD) e experiência profissional (EXPER\_PROF) é apresentado na equação 4.

$$\begin{aligned}
 VALOR\_MERC_{it} = & \beta_{1i} + \beta_2 FORM\_ACAD_{2it} + \beta_3 EXPER\_PROF_{3it} + \beta_4 INTER_{4it} + \\
 & \beta_5 FORM\_ACAD_{it} * INTER_{it} + \beta_6 EXPER\_PROF_{it} * INTER_{it} + \\
 & \beta_7 CICLO\_ECON_{7it} + \beta_8 SETOR\_ECON_{8it} + \\
 & \beta_9 TAM\_EMPRESA_{9it} + \beta_{10} ENDIVID_{10it} + \beta_{11} DIR\_INDEP_{11it} + \\
 & \beta_{12} TAM\_CA_{12it} + \beta_{13} ADR_{13it} + \gamma_t + \epsilon_{it}
 \end{aligned} \quad (4)$$



Em que,

$VALOR\_MERC_{it}$  = variável dependente a ser explicada;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4 \dots \beta_{10}$  = intercepto da regressão;

$FORM\_ACAD_{it}$  = variável da medida do índice de formação acadêmica do membro do Conselho de Administração da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$EXPER\_PROF_{it}$  = variável da medida do índice da experiência profissional do membro do Conselho de Administração da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$INTER_{it}$  = indicador do nível de internacionalização das atividades da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$CICLO\_ECON_{it}$  = efeito do ciclo econômico representado por uma variável para controlar o período de expansão e recessão da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$SETOR\_ECON_{it}$  = setor econômico de atividade da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$TAM\_EMPRESA_{it}$  = medida para o controle do porte da empresa, mensurado pelo logaritmo natural ( $\ln$ ) do ativo total da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$ENDIVID_{it}$  = endividamento da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$DIR\_INDEP_{it}$  = proporção de conselheiros independentes no conselho de administração da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$TAM\_CA_{it}$  = tamanho do conselho de administração da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$ADR_{it}$  = negociação de ADRs em bolsas dos Estados Unidos da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\gamma_t$  = variável *dummy* para cada ano da série de variáveis da amostra (2014 a 2018);

$\varepsilon_{it}$  = erro do modelo proposto, indicando a variância não explicada pelas medidas das variáveis independentes (formação acadêmica e experiência profissional); pelas variáveis dependentes (rentabilidade e valor de mercado da empresa); pelas variáveis de controle; e pelas variáveis *dummy* de tempo e setor.

Os parâmetros de interesse para análise das Hipóteses H3 e H4 são os resultados dos estimadores das *proxies* de influência sobre o  $VALOR\_MERC_{it}$  das empresas e são dados pelas variáveis  $FORM\_ACAD_{it}$  e  $EXPER\_PROF_{it}$ . A partir das estimações dos parâmetros  $\beta_2$  e  $\beta_3$  da equação 3 e 4 é que será operacionalizado o exame empírico para identificar a influência das *proxies* de formação acadêmica e experiência profissional sobre a variável Valor de Mercado da empresa.

Para testar as Hipóteses utilizou-se o modelo de regressão linear representado na equação 3 e 4, onde  $VALOR\_MERC_{it}$  é a variável dependente a ser explicada. Para operacionalizar essa análise, formulam-se os Testes de Hipóteses cujos resultados intermediarão a evidenciação empírica das Hipóteses. Esses testes são conduzidos com o  $p$ -valor crítico de 5% ( $t$  crítico de 1,96). Os Testes de Hipótese para as equações são:

$H_0: \beta_2 \leq 0$  (hipótese nula para a equação 1, 2, 3 e 4);

$H_1: \beta_2 > 0$  (hipótese alternativa para a equação 1, 2, 3 e 4).

Os testes de hipóteses é unicaudal. Em termos de operacionalização, a não rejeição da hipótese nula ( $H_0$ ) admitirá que os coeficientes sejam estatisticamente menor ou igual à zero, permitindo inferir que não há influência da formação acadêmica e experiência profissional (equações 1, 2, 3 e 4) sobre a rentabilidade e o valor de mercado das empresas, portanto, em desacordo com a Hipótese Teórica. Caso haja a rejeição da hipótese nula nos testes, o estimador é reconhecido como estatisticamente diferente de zero ao nível de 5%, permitindo inferir que a formação acadêmica e experiência profissional influenciariam a rentabilidade e o valor de mercado das empresas brasileiras transnacionais.

## 4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo são apresentadas as análises descritivas e inferenciais sobre a influência da formação acadêmica e experiência profissional dos membros do Conselho de Administração na rentabilidade e no valor de mercado em empresas brasileiras transnacionais. Inicialmente apresentam-se as análises estatísticas dos membros do Conselho de Administração das empresas analisadas. Em seguida, são apresentadas as estatísticas descritivas da expertise, da internacionalização das empresas, das variáveis de pesquisa e de controle. Finalmente, apresentam-se as análises multivariadas de dados com o objetivo de testar as hipóteses da pesquisa.

### 4.1 CARACTERIZAÇÕES DOS CONSELHOS DAS EMPRESAS ANALISADAS

A composição do Conselho de Administração (CA) deve ser estruturada para permitir um ambiente em que os membros exerçam sua função de auxiliar na tomada de decisão e adicionar valor para a empresa e os *stakeholders*. Em relação à quantidade de membros do CA, a Lei nº 6.404/76 (Brasil, 1976) é taxativa indicando um número mínimo de três componentes e deixando a definição do número máximo a cargo da Assembleia Geral da empresa. O IBGC (2015) indica o número mínimo de 5 e máximo de 11 Conselheiros. A OCDE (2015) não faz recomendações sobre o tamanho adequado dos conselhos sugerindo que a definição sobre o número do CA deve ser estabelecida conforme a complexidade dos negócios da empresa. Na Tabela 3 apresenta-se a composição do CA das empresas analisadas no período.

Tabela 4:

**Composição do Conselho de Administração**

	2014		2015		2016		2017		2018	
<b>Número total de membros nos Conselhos de Administração</b>	<b>1.287</b>		<b>1.307</b>		<b>1.296</b>		<b>1.221</b>		<b>1.196</b>	<b>6.307</b>
	T	N	T	N	T	N	T	N	T	N
Número total de membros no conselho	538	749	498	809	494	802	498	723	494	702
Mínimo no conselho	2	2	2	2	2	1	2	2	2	1
Máximo no conselho	26	28	26	26	26	26	26	20	26	21
Tamanho médio do conselho	8,40	8,41	7,78	8,69	7,71	8,20	7,78	7,69	7,60	7,30

**Nota:** T – Transnacionais; N - Nacionais.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Verificam-se diferenças no tamanho do CA, sendo que para 2018 a média foi de 7,6 membros para as empresas transnacionais e 7,3 para as nacionais. Embora a média de composição do CA esteja de acordo com disposto na lei e proposto pelos órgãos reguladores, constata-se que essa média é menor quando comparado à média global nas empresas internacionais de 10,7 membros (Spencer-Stuart, 2019; Groysberg *et al.* 2016), cuja média foi calculado considerando o perfil dos membros do CA das empresas listadas na S&P500. Estudos afirmam que a composição do Conselho de Administração pode conduzir as empresas a um melhor desempenho e lucratividade (Hillman, Cannella, & Paetzold, 2000; Walls & Hoffman, 2013).

A distribuição percentual do número de membros do CA variou em tamanho entre 1 a 26 membros. As empresas entre 1 a 3 membros representam 6,6% das empresas transnacionais e 9,2% das nacionais; entre 4 a 8 membros 63,0% das transnacionais e 58,6% das nacionais; entre 9 a 12 membros 11,9% das transnacionais e 17,5% das nacionais; entre 13 a 26 membros 18,6% das transnacionais e 14,6% das nacionais. Observa-se que a média das empresas cujos CA está de acordo com o definido como ideal pelos órgãos reguladores representam em média 93,4% das empresas transnacionais e 90,8% das empresas nacionais. Para Pfeffer e Salancik (1978) o tamanho e composição do conselho estão relacionados à necessidade da organização interagir com o ambiente externo de forma a garantir o sucesso das operações e obtenção de recursos para o futuro, melhorando a eficiência da utilização desses recursos. O tamanho e a composição diferenciada e refinada do CA pode ser um gatilho preditor de diferentes expertises (Hillman, 2005) que auxiliam os membros do CA a tomarem decisão.

Na Tabela 4 apresenta-se a composição dos diretores independentes do CA das empresas analisadas no período.

Verifica-se que a idade média dos diretores independentes do CA das empresas brasileiras é de 58,7 anos, sendo menor que à idade média global de 62,7 anos para os diretores independentes das empresas internacionalizadas (Spencer-Stuart, 2019; Groysberg *et al.* 2016). Salienta-se que a idade média dos diretores das empresas brasileiras diminuiu ao longo do período de 2014 a 2018, indicando que as empresas nomearam no período diretores independentes mais jovens para o CA. Embora as empresas estejam adicionando diretores mais jovens, há diretores com 60 anos ou mais correspondendo a 47,5% da classe. A idade média dos diretores independentes com idade entre 25 e 39 anos são de 4,85% para as empresas transnacionais e 6,16% para as

nacionais; entre 40 e 59 anos são de 48,48% para as empresas transnacionais e 45,49% para as nacionais; entre 60 e 70 anos são de 31,52% para as empresas transnacionais e 28,43% para as nacionais; e de 71 ou mais anos é de 15,15% para as empresas transnacionais e 19,90% para as nacionais.

Tabela 5:

**Frequência dos diretores independentes no Conselho de Administração**

	<b>2014</b>		<b>2015</b>		<b>2016</b>		<b>2017</b>		<b>2018</b>		<b>Total</b>
	2.885		2.914		2.897		2.889		2.831		<b>14.416</b>
<b>Total de membros nas diretorias e conselhos</b>	<b>T</b>	<b>N</b>	<b>T</b>	<b>N</b>	<b>T</b>	<b>N</b>	<b>T</b>	<b>N</b>	<b>T</b>	<b>N</b>	
	1206	1679	1129	1785	1115	1782	1154	1735	1152	1679	<b>14.416</b>
<b>Membros do Conselho de Administração Analisados</b>	<b>1.287</b>		<b>1.307</b>		<b>1.296</b>		<b>1.221</b>		<b>1.196</b>		<b>6.307</b>
	<b>T</b>	<b>N</b>	<b>T</b>	<b>N</b>	<b>T</b>	<b>N</b>	<b>T</b>	<b>N</b>	<b>T</b>	<b>N</b>	
Número de membros no CA	538	749	498	809	494	802	498	723	494	702	<b>6.307</b>
Média do tamanho do CA	8,40	8,41	7,78	8,69	7,71	8,20	7,78	7,69	7,60	7,30	<b>7,96</b>
Média de Idade do CA	59,2	57,4	59,3	57,5	56,1	55,9	56,1	53,9	55,6	54,2	<b>56,5</b>
Número de Diretores Independentes no CA	121	173	137	220	129	201	154	197	152	194	<b>1.678</b>
Frequência relativa ( <i>fr</i> ) dos Diretores Independentes no CA	22,4	23,1	27,5	27,1	26,1	25,0	30,9	27,2	30,7	27,6	<b>26,8%</b>
Média de Idade dos Diretores Independentes no CA	59,3	59,4	59,4	59,4	59,6	59,8	58,1	54,7	58,4	58,8	<b>58,7</b>
<b>Nota:</b> T – Empresas Transnacionais; N – Empresas Nacionais. Frequência relativa ( <i>fr</i> ) do número de diretores independentes integrantes do CA.											

Fonte: Elaborado pelo autor.

A partir das profissões declaradas pelos membros dos conselhos das empresas analisadas identificou-se 107 formações distintas (Apêndice C) sendo que 61,81% dos conselheiros têm suas atividades profissionais relacionados à Administração de Empresas, Advocacia, Economia e Contabilidade, corroborando os estudos que afirmam como um importante atributo aos membros do Conselho de Administração ter conhecimento em economia, finanças, contabilidade, mercado nacional e internacional (Oliva & Albuquerque, 2007; Li, Wei & Lin, 2016); pois esse conhecimento permitiria identificar oportunidades e minimizar incertezas (Johnson *et al.*, 2013). Identificou-se, ainda, que 18,19% declararam sua formação em outras áreas. Essa classificação oferece uma ampla visão das diversas experiências profissionais que os membros do CA trazem para as empresas a partir de sua formação acadêmica.

Na Tabela 5 apresenta-se a frequência relativa dos itens que compõe a formação acadêmica dos membros do Conselho de Administração (CA) das empresas transnacionais

e nacionais analisadas. Os itens que compõe o perfil de formação acadêmica, apresentado pelos membros do CA, indicam atualização dos currículos, seja por meio de outra formação em curso superior ou por cursos especialização, mestrado e doutorado, evidenciado pelo crescimento percentual desses itens no período analisado.

Tabela 5:

**Frequência dos itens de formação acadêmica do Conselho de Administração**

Descrição	Número de Membros no Conselho de Administração									
	2014		2015		2016		2017		2018	
	1.287		1.307		1.296		1.221		1.196	
	T	N	T	N	T	N	T	N	T	N
<b>Número de membros no CA</b>	<b>538</b>	<b>749</b>	<b>498</b>	<b>809</b>	<b>494</b>	<b>802</b>	<b>498</b>	<b>723</b>	<b>494</b>	<b>702</b>
Formação em Instituição Internacional	1,86	4,14	2,01	6,06	2,02	5,74	2,81	8,02	1,82	7,55
Mais de um curso superior	5,95	4,14	5,62	5,56	5,87	5,36	5,82	4,70	4,86	4,27
Especialização	26,77	25,63	36,75	27,69	36,23	27,43	43,98	35,55	42,91	41,17
Mestrado	5,39	6,81	6,02	6,80	5,87	6,61	7,03	9,68	6,28	9,54
Doutorado	2,97	2,54	3,61	2,60	3,64	2,62	4,02	3,04	3,24	3,99
Especialização no Exterior	9,48	10,81	10,44	11,74	10,12	11,47	13,05	17,01	10,93	16,81
Especialização em Negócios	18,22	21,76	23,09	21,63	22,47	21,32	24,30	25,45	22,87	27,21
Mais de um curso de especialização	10,78	8,14	17,07	10,38	17,61	10,47	24,70	18,67	26,52	20,66

**Nota:** T – Empresas Transnacionais; N – Empresas Nacionais. A frequência relativa (*fr*) é calculado pela quantidade de itens de formação acadêmica informado pelos membros do CA dividido pelo número de membros no CA.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se que os cursos na área de Contabilidade, Gestão e Finanças foram as que apresentaram os maiores crescimentos demonstrando que a procura por cursos na área financeira continua sendo uma prioridade para os membros dos conselhos. Destacam-se as variações na Especialização e MBA com crescimento de 25,16 % para membros do Conselho que atuam em empresas transnacionais e 24,02% em empresas nacionais; Especialização na área de Negócios que inclui cursos Contabilidade, Gestão e Finanças com crescimento de 16,95% para empresas transnacionais e 20,51% para as nacionais. Em relação às outras habilidades foram valorizadas pelos membros do CA destacam-se: possuir mais de uma formação em curso superior com crescimento de 5,13% para as transnacionais e 3,10% para as nacionais e possuir especialização realizada no exterior com crescimento de 8,32% para as transnacionais e 9,26% para as nacionais.

A qualificação apresentou crescimentos em curso de Mestrado de 4,22% para conselheiros que atuam em empresas transnacionais e 5,40% em empresas nacionais; crescimento da formação em Doutorado de 1,88% para quem atua em empresas

transnacionais e 0,96% em empresas nacionais. Os resultados são consistentes com estudos que argumentam que o nível de formação educacional dos conselhos se reflete no desempenho de suas organizações (Orens & Reheul, 2013; Oliva & Albuquerque, 2007; Adams, Akyol & Verwijmeren, 2018; Nielsen & Nielsen, 2013) e a presença de membros do Conselho de Administração com formação acadêmica tenderia a mitigar a desconfiança dos investidores em decisões com operações e mercados (Li, Sun & Ettredge, 2010; Johnson *et al.*, 2013; Chen, 2011) atraindo mais investidores institucionais e analistas de mercado, pois, esses profissionais consideram esses tributos como relevantes (Li, Wei & Lin, 2016). Na Tabela 6 apresenta-se frequência relativa dos itens que compõe o perfil de experiência profissional dos membros do Conselho de Administração das empresas transnacionais e nacionais.

Tabela 6:

**Frequência de experiência profissional do Conselho de Administração**

Descrição	Número de Membros no Conselho de Administração									
	2014		2015		2016		2017		2018	
	1.287		1.307		1.296		1.221		1.196	
	T	N	T	N	T	N	T	N	T	N
<b>Quantidade de membros no CA</b>	<b>538</b>	<b>749</b>	<b>498</b>	<b>809</b>	<b>494</b>	<b>802</b>	<b>498</b>	<b>723</b>	<b>494</b>	<b>702</b>
Experiência em empresas internacionalizadas	10,97	13,48	11,65	12,61	12,55	12,97	12,65	15,91	12,55	18,52
Experiência no setor econômico	92,57	91,99	89,76	89,62	89,68	88,15	87,35	82,99	93,52	93,45
Experiência como CEO	17,29	17,76	16,27	18,42	16,60	18,45	15,26	19,36	14,78	20,23
Experiência como CFO	5,39	7,48	7,43	11,12	7,49	10,35	7,03	11,89	7,69	10,97
Conexão Política (Federal)	11,52	10,68	13,65	12,98	13,56	12,84	14,66	13,97	16,80	16,52
Conexão Política (Estadual)	2,97	6,68	4,82	6,06	4,86	6,61	4,62	6,36	4,25	6,70
Experiência em empresas estatais	23,98	27,90	29,32	30,78	29,35	29,55	34,14	31,67	36,44	36,61
Eleito pelo controlador	65,99	72,76	68,47	69,84	64,17	63,84	60,64	60,86	65,79	71,37
Laços familiares com o CEO da empresa	12,45	6,01	11,45	6,06	10,73	6,23	9,24	6,22	8,70	6,55
Acumula cargo e funções	36,99	36,85	44,18	35,72	44,74	38,28	36,35	24,07	39,07	24,22
Experiência no conselho fiscal em outras empresas	12,27	14,29	13,86	13,23	13,97	12,97	13,25	17,57	10,53	17,52
Participa do conselho de administração em outras empresas	71,75	61,01	68,47	63,66	68,42	60,47	73,29	66,39	76,72	73,93
Experiência em empresa com regulamentação específica	38,85	42,06	49,80	51,79	50,00	50,37	61,85	67,36	65,99	74,07
Professor de ensino superior	1,67	2,14	2,01	1,85	2,02	1,87	2,41	2,63	2,43	3,13
Alteração de formação no período provocado pela troca de membro do CA	48,88	56,48	31,93	43,76	30,97	43,14	9,04	16,32	5,06	8,55

**Nota:** T – Empresas Transnacionais; N – Empresas Nacionais. A frequência relativa ( $f_r$ ) calculado pela quantidade de itens de formação acadêmica informado pelos membros do CA dividido pelo número de membros no CA.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os itens que compõe o perfil de experiência profissional dos membros do CA indicam a atualização dos currículos no período analisado, destacando-se: experiência em empresas do mesmo setor econômico, ser eleito pelo controlador, participar do conselho de administração em outras empresas, e ter experiência em empresa de setor econômico com regulamentação específica. Outras habilidades corporativas evidenciadas nos currículos foram: experiência em empresas internacionalizadas, conexão política federal e estadual; experiência em cargos ou funções nomeadas em empresa estatal. Apesar de o talento financeiro ser uma prioridade para a composição do CA verifica-se que os membros do CA experientes e que atuaram como CEO e CFO apresentaram perfis diferentes. A experiência anterior como CEO representa em média 14,78% para as empresas transnacionais e 20,23% para as empresas nacionais. A experiência anterior com CFO representa em média 7,69% para as empresas transnacionais e 10,97% para as empresas nacionais. Ainda que a experiência não seja um quesito obrigatório para ocupar cargos no CA, examinando-se os perfis de experiência profissional observa-se que os membros do CA são representados por conselheiros com experiência funcional e atuação no setor econômico da empresa.

De acordo com a TDR (Pfeffer & Salancik, 1978), a experiência profissional dos conselheiros serve como canal para que a empresa reduza as interdependências ambientais para se adaptar ao ambiente externo (Hillman & Dalziel, 2003; Haynes & Hillman, 2010) e essas experiências relacionada à competitividade de mercado nacional e internacional, experiência em setores específicos de atuação da empresa e experiências profissionais são consideradas importantes para participar do CA (Nielsen & Nielsen, 2013; Johnson *et al.*, 2013; Haynes & Hillman, 2010; Li, Wei, & Lin, 2016; Faleye *et al.*, 2018).

#### 4.2 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DOS ÍNDICES DE EXPERTISE

A expertise foi composta pelos Índices de Formação Acadêmica e Experiência Profissional dos membros do Conselho de Administração. Verificou-se que os resumos dos currículos divulgados não são padronizados e variam de acordo com a empresa, assim, quando não localizada alguma informação do conselheiro foi atribuído zero nesse item. A coleta de dados foi realizada utilizando técnicas de Mineração de Dados e após, os dados foram ajustados de forma manual para destacar suas particularidades.

Na Tabela 7 apresenta-se o descritivo dos currículos analisados para o período. Verifica-se que houve variação a menor no número de membros do CA no período de 2014



e 2018, mantendo em média 7,96 membros no CA. A média das empresas brasileiras é menor quando comparado à média dos conselhos das empresas listadas no S&P500 que têm em média 10,7 diretores (Spencer-Stuart, 2019; Groysberg *et al.* 2016).

Tabela 7:

**Currículos analisados no período**

	2014		2015		2016		2017		2018		Total
Total de membros nas diretorias e conselhos	2.885		2.914		2.897		2.889		2.831		14.416
	T	N	T	N	T	N	T	N	T	N	T
	1206	1679	1129	1785	1115	1782	1154	1735	1152	1679	14.416
Membros do Conselho de Administração Analisados	1.287		1.307		1.296		1.221		1.196		6.307
	T	N	T	N	T	N	T	N	T	N	T
Número de membros no CA	538	749	498	809	494	802	498	723	494	702	6.307
Média do tamanho do CA	8,4	8,41	7,78	8,69	7,71	8,2	7,78	7,69	7,6	7,3	7,96

**Nota:** T – Empresas Transnacionais; N – Empresas Nacionais.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para a análise da Formação Acadêmica e Experiência Profissional inicialmente utilizaram-se as informações disponibilizadas nesses currículos e havendo na ausência de alguma informação utilizaram-se as informações do LinkedIn® para complementar esse dado. Depois, calcularam-se os o Índice de *FORM\_ACAD* e o Índice de *EXPER\_PROF* para 65 empresas transnacionais e 94 empresas nacionais que compuseram a amostra. Para a *FORM\_ACAD* a pontuação alcançada pela empresa foi dividida pela pontuação máxima (8 pontos) e para a *FORM\_ACAD* a pontuação absoluta foi dividida por 12 pontos (pontuação máxima permitindo obter um índice que variou entre 0 e 1. Valores próximos de 1 evidenciam melhores índices.

Para verificar a confiabilidade interna dos Índices *FORM\_ACAD* e *EXPER\_PROF* foi utilizado o Alfa de *Cronbach*. A consistência interna mensurada pelo alfa de *Cronbach* varia de 0 a 1 e representa a média de todos os coeficientes de correlação entre o escore de cada item da medida e o escore total dos demais itens. Comumente se utiliza como corte de validação o valor de alfa igual ou superior a 0,70, sendo que valores mais baixos indicam uma escala não confiável. Valores superiores a 1 indicam elevada autocorrelação entre os itens pesquisados e, portanto, não são desejáveis (Field, 2009).

Na Tabela 8 apresenta-se o Alfa de *Cronbach* para os Índice de Formação Acadêmica e Experiência Profissional dos membros do Conselho de Administração para as empresas transnacionais e nacionais.

Tabela 8:

**Alfa de *Cronbach* para os Índices de Formação Acadêmica e Experiência Profissional**

Ano e Índice	<i>FORM_ACAD</i>			<i>EXPER_PROF</i>		
	T	N	Total	T	N	Total
<b>2014</b>	0,885	0,930	0,917	0,875	0,926	0,911
<b>2015</b>	0,876	0,930	0,915	0,872	0,924	0,909
<b>2016</b>	0,876	0,924	0,910	0,870	0,925	0,909
<b>2017</b>	0,876	0,922	0,909	0,870	0,928	0,911
<b>2018</b>	0,879	0,930	0,916	0,878	0,925	0,911
<b>2014-2018</b>	0,874	0,923	0,908	0,868	0,921	0,906

**Nota:** T – Empresas Transnacionais; N – Empresas Nacionais.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se que empresas transnacionais e nacionais apresentaram no período 2014-2018 Alfa de *Cronbach* médio acima de 0,870 para a Formação Acadêmica e Experiência Profissional. Esses resultados indicam que a consistência interna dessas escalas não difere estatisticamente entre elas e estão de acordo com os valores de aceitação do  $\alpha$  de *Cronbach* apresentando confiabilidade geral dos dados.

Na Tabela 9 apresentam-se as estatísticas descritivas dos Índices de Formação Acadêmica e Experiência Profissional para detalhar a distribuição dos dados da amostra no período analisado.

Tabela 9:

**Estatística descritiva dos Índices de Formação Acadêmica e Experiência Profissional**

Medidas	<i>EXPER_PROF</i>						<i>FORM_ACAD</i>					
	2014	2015	2016	2017	2018	2014-2018	2014	2015	2016	2017	2018	2014-2018
<b>Média</b>	0,339	0,348	0,346	0,347	0,376	0,351	0,176	0,175	0,175	0,190	0,193	0,182
<b>Desvio padrão</b>	0,065	0,068	0,073	0,079	0,064	0,062	0,071	0,059	0,058	0,068	0,078	0,056
<b>Variância</b>	0,004	0,004	0,005	0,006	0,004	0,003	0,005	0,003	0,003	0,004	0,006	0,003
<b>Mínimo</b>	0,083	0,119	0,071	0,071	0,233	0,135	0,100	0,100	0,100	0,100	0,083	0,100
<b>Máximo</b>	0,500	0,533	0,566	0,550	0,625	0,515	0,625	0,400	0,400	0,433	0,433	0,364

Fonte: Elaborado pelo autor.

Verifica-se o crescimento nos índices ao longo do período de 2014-2108. Nota-se uma tendência de manutenção dos índices em torno de um valor médio, sem grandes alterações bruscas, visualizando o crescimento dos índices com a passar dos anos do período analisado. Os índices mostram variância média de 0,003 e 0,003 no período, indicando que os itens que compõe esses índices estão próximos da média, sugerindo que a experiência profissional e a formação acadêmica dos membros dos Conselhos de Administração apresentaram pouca dispersão, assim, não evidenciando a existência de diferenças significativas entre esses índices nas empresas.

#### 4.3 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS DE PESQUISA

Nesta seção são apresentados os resultados das estatísticas descritivas das variáveis de pesquisa, a análise da matriz de correlação, e a análise de regressão linear multivariada referente ao modelo econométrico 1, 2, 3 e 4.

##### 4.3.1 Internacionalização

O índice de internacionalização, de acordo com a metodologia da UNCTAD (2017) resulta da média simples de indicadores observados em três dimensões da internacionalização: mercado (Receitas no exterior, item 7.6 do Formulário de Referência), recursos humanos (Colaboradores no exterior, item 14.1 do Formulário de Referência) e investimentos (Ativos no exterior, item 9.1 do Formulário de Referência). A internacionalização das atividades foi representada pelo movimento das operações da empresa na direção do exterior, envolvendo uma série de decisões alicerçadas em critérios objetivos e na avaliação de estratégias de entrada no mercado internacional. O processo de internacionalização se inicia com vendas para o exterior; implantação de plantas fabris, presença de funcionários no exterior e investimentos no exterior em ativos imobilizados.

Na Tabela 10 apresentam-se as medidas estatísticas para a variável internacionalização ( $INTER_{it}$ ) para as 65 empresas que compuseram a amostra. Essa variável emprega dimensões que permitem comparações entre empresas de setores distintos, variando de 0 a 1, sendo que os valores mais próximos de um representam melhores índices de internacionalização. No Apêndice D apresenta-se a relação das

empresas transnacionais com os respectivos índices de internacionalização individualizados.

Verifica-se na Tabela 10, que a média geral foi de 0,352 e os valores para a média por ano oscilam entre 0,001 em 2014 e 0,7328 em 2018. O valor mínimo para o  $INTER_{it}$  em 2018 com valor zero refere-se a empresa Kroton que informou no Relatório de Administração que naquele ano não houve receitas significativas oriundas do exterior, assim, não divulgando o valor da receita com exportação.

Tabela 10:

**Estatística descritiva do Índice de Internacionalização das empresas**

<b>Medidas</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2014 - 2018</b>
Média	0,232	0,263	0,277	0,419	0,569	0,352
Desvio padrão	0,656	0,777	0,898	1,087	1,349	0,954
Mediana	0,125	0,151	0,144	0,132	0,135	0,137
Mínimo	0,001	0,001	0,001	0,003	0,000	0,001
Máximo	0,5328	0,6328	0,7328	0,8328	0,9328	0,7328

Fonte: Elaborado pelo autor.

Verifica-se uma tendência de crescimento do índice de internacionalização no período de 2014 a 2018 e em relação às empresas quando analisadas individualmente. Observa-se tendência de manutenção dos índices em torno de um valor médio, na medida em que as empresas buscam mercados internacionais, visualizando de modo geral o crescimento desse índice com a passar dos anos do período analisado.

#### 4.3.2 Rentabilidade e Valor de Mercado

Este estudo avalia a influência da formação acadêmica e experiência profissional (variável independente) dos membros do Conselho de Administração na rentabilidade e valor de mercado (variáveis dependentes) em empresas brasileiras transnacionais. Assim, devido à quantidade de variáveis relacionadas à rentabilidade e valor de mercado ao invés de se observar tal reflexo sobre cada uma dessas variáveis dependentes, analisou-se a aplicação do método da Análise Fatorial Exploratória (AFE).

Examinando as variáveis dependentes relacionadas à avaliação da rentabilidade (ROA, ROE e ROIC) e valor de mercado das empresas (MTB), avaliou-se a aplicação do método da AFE contemplando as 790 observações, sendo 470 para as empresas nacionais e

320 para as empresas transnacionais. Essa análise resume-se nos seguintes passos: exame de adequação da AFE, análise de variância explicada, e identificação dos fatores. A variável RENTAB e VALOR\_MERC foram avaliados pelo método da AFE, com extração dos fatores pelo método dos componentes principais.

Para a utilização da AFE os dados foram validados utilizando o teste de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO). O teste KMO varia entre 0 e 1 e indica que os padrões das correlações são compactos quando os valores apresentam-se relativamente próximos a 1, estabelecendo critérios que medem os fatores. Os resultados do KMO indicam um grau de explicação de 0,626, ou seja, maior do que 0,50 que é um valor considerado aceitável de acordo com os padrões desse teste, significando que os fatores encontrados na análise fatorial conseguem descrever as variações dos itens analisados. O teste de esfericidade de Bartlett examina se há relação suficiente entre os indicadores para a aplicação da análise fatorial e o resultado demonstrou-se significativo (*qui-quadrado* 115.909,910; *df* 6, *p*-valor 0,000), portanto, pode ser considerada apropriada a aplicação da análise fatorial.

Para melhorar o poder de explicação dos fatores, na Tabela 11 apresenta-se a matriz de correlação anti-imagem realizado a partir do teste KMO utilizando as medidas de adequação de amostragem identificando o valor individual dos itens.

Tabela 11:  
**Matriz de correlações anti-imagem**

		ROA	ROE	ROIC	MTB
<b>Correlação anti-imagem</b>	<b>ROA</b>	<b>0,605<sup>a</sup></b>	-0,436	-0,428	-0,003
	<b>ROE</b>	-0,436	<b>0,637<sup>a</sup></b>	0,474	0,018
	<b>ROIC</b>	-0,428	0,474	<b>0,632<sup>a</sup></b>	-0,002

**Nota:** a. Medidas de adequação de amostragem.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os resultados dos testes de KMO para os itens que compõe a rentabilidade e valor de mercado são descritos na diagonal da matriz anti-imagem e destacados em negrito. O KMO estabelece critérios para a interpretação da importância atribuída a cada item, recomendando um KMO mínimo de 0,5 como aceitáveis. Ao examinar os valores do KMO a partir desses parâmetros observa-se que todos os itens atingem o KMO mínimo, assim, aceitáveis para a análise fatorial. Os demais resultados descritos na matriz de correlação anti-imagem não destacados em negrito na tabela, descrevem as correlações parciais entre as variáveis, sendo desejados valores baixos, o que é evidenciado nesses valores.

Na Tabela 12 apresentam-se os dados da variância compartilhada das comunalidades dos itens que compõe a rentabilidade e valor de mercado, avaliando a proporção de variabilidade de cada variável que é explicada pelos fatores. Nesses resultados, 2 fatores foram extraídos das 4 variáveis, apresentando valores significativos acima de 0,8, indicando que as variáveis estão representadas e explicadas por esses fatores e explicam mais de 65,496% da variância total apresentado na Tabela 12.

Tabela 6:  
**Comunalidades da variância**

Itens	Inicial	Extração
<b>ROA</b>	1,000	0,885
<b>ROE</b>	1,000	0,862
<b>ROIC</b>	1,000	0,866

**Nota:** Método de extração: Análise do Componente Principal (ACP).

Fonte: Elaborado pelo autor.

A AFE não estabelece parâmetros de valores mínimos e máximos para a variância explicada ou para o número de fatores extraídos, assim, observa-se a redução no número de variáveis por meio do agrupamento daquelas que apresentam fortes correlações, identificando os 2 fatores formados pelo método AFE, os quais explicam conjuntamente aproximadamente 65,496% da variância total explicada das 4 variáveis dependentes.

Na Tabela 13 apresenta-se a variância total explicada e a identificação dos fatores.

Tabela 7:  
**Variância total explicada e identificação dos fatores**

Componente	Valores próprios iniciais			Somadas de extração de carregamentos ao quadrado			Somadas rotativas de carregamentos ao quadrado		
	Total	% de variância	% cumulativa	Total	% de variância	% cumulativa	Total	% de variância	% cumulativa
1	1,355	33,886	33,886	1,355	33,886	33,886	1,354	33,844	33,844
2	1,264	31,61	65,496	1,264	31,61	65,496	1,266	31,652	65,496
3	0,998	24,96	90,456						
4	0,382	9,544	100						

**Nota:** O método de extração foi Análise do Componente Principal (ACP).

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na Tabela 14 apresenta-se a matriz de componente rotativa com o resultado da identificação dos fatores.

Os resultados evidenciam que as cargas fatoriais da RENTAB (ROA, ROI e ROIC) formaram um fator em separado da variável VALOR\_MERC (MTB). O Fator 1 e o Fator 2 apresentaram variância explicada de 33,844% e 31,652%, respectivamente.

Tabela 8:  
**Matriz de componentes rotativa**

Variáveis	Componentes	
	Fator 1	Fator 2
ROE	0,2554	0,3613
ROIC	0,7807	0,5068
ROA	0,0911	0,9363
MTB	0,0775	0,0163

Método de extração: Análise do Componente principal. Método de rotação: Varimax com normalização de Kaiser. a. 2 componentes extraídos

Fonte: Elaborado pelo autor.

A partir dos resultados da AFE verificou-se que as variáveis agruparam-se em 2 fatores, convencionando-se denominar: Fator 1 de VALOR\_MERC formado pelo *Market-to-book* e Fator 2 de RENTAB formado pelo ROA, ROE e ROIC.

#### 4.3.3 Variáveis de Controle

Na Tabela 15 apresentam-se as estatísticas descritivas para as variáveis de controle quantitativas: tamanho dos ativos da empresa, endividamento, número de diretores independentes; tamanho do conselho de administração; internacionalização da empresa.

Tabela 9:  
**Estatística descritiva das variáveis de controle quantitativas**

Medidas Estatísticas	Empresas Nacionais				
	Tam_Empresa	Endivid	Dir_Indep	Tam_CA	Inter
Média	22,339	2,104	11,340	18,595	0,000
Mediana	22,489	1,421	10,526	18,000	0,000
Desvio padrão	1,402	2,333	10,768	7,7533	0,000
Mínimo	17,8190	0,0534	0,0000	5,0000	0,0000
Máximo	25,9229	21,7354	46,6667	50,0000	0,0000
N	470	470	470	470	470

Medidas Estatísticas	Empresas Transnacionais				
	Tam_Empresa	Endivid	Dir_Indep	Tam_CA	Inter
Média	21,970	2,603	11,355	17,821	0,352
Mediana	21,709	1,115	10,000	17,840	0,135
Desvio padrão	1,965	5,318	10,704	7,873	0,986
Mínimo	18,1701	0,1114	0,0000	4,0000	0,0000
Máximo	27,5258	45,5475	43,7500	41,0000	9,3280
N	325	325	325	325	325

Fonte: Elaborado pelo autor.

A variável Tamanho da Empresa ( $Tam\_Empresa_{it}$ ) apresentou variabilidade média de 22,33 e mediana de 22,48 para as empresas nacionais e média de 21,97 e mediana de 21,70 para as transnacionais. Percebe-se que a mediana, tanto das empresas transnacionais como das nacionais, está próxima da variabilidade média, não evidenciando a existência de diferenças significativas entre as empresas. Empresas de maior porte quando comparadas às de menor porte são mais capazes de se adaptar aos sinais associados à inserção no mercado internacional e de se posicionarem de modo mais efetivo, apontando que as complexas estratégias de internacionalização são influenciadas fortemente pelo tamanho da firma. Assim, o  $Tam\_Empresa_{it}$  pode evidenciar a existência de vantagem competitiva representada pelo desempenho da empresa. Devido ao seu porte, as empresas apresentam menor dependência de recursos do ambiente externo, maior economia de escala e menores riscos, que devido à diversificação nas atividades de negócios internacionais, gera valor para a empresa (Armstrong, Ittner, & Larcker, 2012), assim, afetando a internacionalização e os comportamentos de exportação de uma empresa.

Em relação ao Endividamento ( $Endivid_{it}$ ) as empresas apresentaram média de 2,11 e mediana de 1,42 para as empresas nacionais, e média de 2,61 e mediana de 1,11 para as transnacionais. O resultado da mediana do  $Endivid_{it}$  diminui de 1,421 para 1,115 na comparação entre as empresas transnacionais e nacionais. Apesar de não ser possível supor uma relação de causa ou efeito a partir dos resultados dessa variável, infere-se que as empresas transnacionais no período se mostraram menos dependentes de capitais de terceiros do que as nacionais. Coerente com os resultados da variável, o  $Endivid_{it}$  é controlado como um importante indicador da capacidade das empresas em expansão no mercado internacional, dado que as empresas dependem do financiamento da dívida para os seus esforços de internacionalização (Faleye *et al.*, 2018; ); e empresas lucrativas



sinalizam a qualidade dos resultados para o mercado, resultando em uma relação positiva entre endividamento e lucratividade (Hauser, 2018).

A variável diretores independentes ( $Dir\_Indep_{it}$ ) apresentou variabilidade média de 11,341 e mediana de 10,526 para as empresas nacionais e média de 11,355 e mediana de 10,00 para as transnacionais. Observa-se que o valor mínimo para o  $Dir\_Indep_{it}$  apresentou valor zero para algumas empresas. Essas empresas informaram que não apresentavam diretores independentes em seu Conselho de Administração (CA) no período de 2014 a 2018. Nas empresas transnacionais, 32 informaram não possuir diretores independentes no CA e nas empresas nacionais, 42 não possuem diretores independentes. Nos Apêndices E e F apresentam-se a relação das empresas que não possuem diretores independentes no período analisado. Estudos anteriores argumentam que a composição do conselho deve refletir uma combinação apropriada de diretores internos e externos com base nos negócios e ambiente da empresa (Chen, Dyball & Wright, 2009; Adams & Ferreira, 2007; Harris & Raviv, 2008). Empresas complexas têm conselhos maiores e mais independentes, porque se beneficiam mais das funções de aconselhamento que os diretores externos desempenham (Linck *et al.* (2008).

A variável Tamanho do Conselho de Administração ( $Tam\_CA_{it}$ ) apresentou variabilidade média de 18,244 e mediana de 18,00 para as empresas nacionais e média de 17,8215 e mediana de 17,00 para as transnacionais. Verificou-se que o valor mínimo para o  $Tam\_CA_{it}$  apresenta a quantidade de 5 conselheiros para as empresas nacionais e 4 conselheiros para as transnacionais. O estudo de Daily, Certo & Dalton (2000) mostram que conselhos maiores podem ter um impacto positivo no desempenho da empresa, pois, as empresas adicionam mais conselheiros com diversidade de habilidades ao seu conselho (Adams *et al.*, 2018; Faleye *et al.*, 2018) e essa diversidade está relacionada ao melhor desempenho da empresa ao longo do tempo.

A variável internacionalização das empresas ( $INTER_{it}$ ) apresentou uma variabilidade média de 35,252 e mediana de 13,59 para as transnacionais. As empresas nacionais não atuam no mercado internacional, assim, não foi calculado esse índice. O valor mínimo para o  $INTER_{it}$  foi verificado em 2018 para a empresa Kroton, que informou que naquele ano não houve receitas significativas oriundas do exterior, assim, não divulgando o valor da receita com exportação. O valor máximo de 9,328 foi observado na empresa Grendene em 2018.

As variáveis de controle qualitativas são: ciclo econômico, setor econômico da empresa e emissão de ADR's. A variável ciclo econômico (*Ciclo\_Econ<sub>it</sub>*) analisa o efeito do ciclo de expansão e recessão da economia brasileira no período de 2014 a 2018, assim, foi acrescentada uma variável *dummy* para controlar esse período assumindo o valor “1” para expansão e “0” para recessão. A variável setor econômico da empresa (*Setor\_Econ<sub>it</sub>*) representa os diferentes segmentos em que as empresas atuam. Para a segmentação dos setores, emprega-se a classificação disponibilizada pela [B]<sup>3</sup> que divide as empresas em 10 setores econômicos e será controlado por *dummy* setorial. A emissão de ADRs (*ADR<sub>it</sub>*) é empregado para medir o índice de internacionalização das empresas, sendo medido por variável *dummy* com valor “1” para empresas que emitem e negociam títulos em bolsa de valores nos Estados Unidos e “0” para as que não negociam.

#### 4.4 ANÁLISE DA MATRIZ DE CORRELAÇÃO

Na Tabela 16 apresentam-se os valores da correlação de Pearson para as variáveis analisadas no estudo, examinando se existe associação entre as variáveis. Os resultados da matriz de correlações de Pearson para as variáveis analisadas, não permitiu inferir relação de causa e efeito, mas mostra se há comportamento similar entre as variáveis dependentes, independentes e de controle, identificando a associação entre as variáveis e orientando se essa relação é positiva ou negativa.

Tabela 16:  
Matriz de correlações para as variáveis analisadas

Variável		VALOR_									
		RENTAB	MERC	IFA	IEP	INTER	IFAxINTER	IEPxINTER	CICLO_	TAM_	DIRET_
RENTAB	Pearson p-valor	1									
VALOR_MERC	Pearson p-valor	0,204** 0,000	1								
IFA	Pearson p-valor	-0,144** 0,000	0,109** 0,001	1							
IEP	Pearson p-valor	-0,003 0,134	0,100** 0,002	0,283** 0,000	1						
INTER	Pearson p-valor	0,054 0,065	0,001 0,487	-0,037 0,146	0,006 0,431	1					
IFAxINTER	Pearson p-valor	0,050 0,080	0,001 0,493	0,003 0,468	0,013 0,362	0,997** 0,000	1				
IEPxINTER	Pearson p-valor	0,056 0,057	0,002 0,475	-0,030 0,197	0,032 0,183	0,999** 0,000	0,997** 0,000	1			
CICLO_ECON	Pearson p-valor	0,011* 0,0374	0,092** 0,005	0,103** 0,002	0,120** 0,000	0,003 0,469	0,008 0,410	0,006 0,432	1		
TAM_EMPRESA	Pearson p-valor	0,0051** 0,000	0,034** 0,0172	0,192** 0,000	0,183** 0,000	-0,059* 0,048	-0,051 0,077	-0,057 0,055	0,045 0,103	1	
ENDIVID	Pearson p-valor	-0,958** 0,000	-0,301** 0,000	0,126** 0,000	0,040 0,133	-0,061* 0,043	-0,057 0,054	-0,063* 0,039	-0,003 0,466	0,049** 0,000	1
DIRET_INDEP	Pearson p-valor	0,092** 0,005	0,058 0,051	0,208** 0,000	-0,008 0,408	-0,080* 0,012	-0,077* 0,015	-0,082* 0,010	0,096** 0,003	0,055 0,059	0,086** 0,008
TAM_CA	Pearson p-valor	0,193** 0,000	0,048 0,087	0,126** 0,000	0,049 0,083	0,001 0,493	0,005 0,442	0,003 0,466	-0,008 0,409	0,525** 0,000	0,168** 0,000
ADR	Pearson p-valor	0,0133** 0,000	0,003* 0,0466	0,124** 0,000	0,027* 0,0225	0,182** 0,000	0,190** 0,000	0,018** 0,000	0,000 0,500	0,527** 0,000	0,103** 0,002
											0,380** 0,000

**Nota:** \*\* e \* indicam significância estatística ao nível 1% e 5%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A relação entre EXPER\_PRO e VALOR\_MERC foi positiva e significativa ao nível de 1%, confirmando estudos anteriores que defendem que as características de experiência dos membros do Conselho de Administração diferenciam os resultados econômico-financeiros da empresa (Nielsen & Nielsen, 2013; Aharoni *et al.*, 2011; Chen, 2011; Dalziel, Gentry, & Bowerman, 2011; Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013; Aharoni, Tihanyi, & Connely, 2011); e maior experiência anterior dos conselhos aumentaria o conhecimento sobre os mercados, ajudando-os a identificar oportunidades de investimentos (Johnson *et al.*, 2013; Chen, 2011; Li, Sun & Ettredge, 2010).

A relação entre EXPER\_PROF e RENTAB foi negativa e não significativa, sugerindo que empresas com melhor índice de EXPER\_PROF apresentem menor RENTAB, contrariando a relação esperada. Contudo a fraca intensidade dessa relação e a falta de significância estatística não permite inferir que estejam associadas.

A relação entre FORM\_ACAD e VALOR\_MERC foi positiva significativa ao nível de 1%. Esses resultados se assemelham aos estudos que argumentam que o conhecimento em economia, finanças, contabilidade, mercado nacional e internacional são importantes atributos do Conselho de Administração (Oliva & Albuquerque, 2007; Li, Sun & Ettredge, 2010). A relação entre FORM\_ACAD e RENTAB foi significativa ao nível de 1% e negativa, contrariando a relação esperada.

Também foi testada a interação do índice de internacionalização (INTER) com FORM\_ACAD e EXPER\_PROF. A relação entre a interação FORM\_ACADxINTER e RENTAB e FORM\_ACADxINTER e VALOR\_MERC foram positivas e não significativas. Apesar da falta de significância, a relação positiva sugere que empresas com melhor índice de internacionalização apresentem interação com a rentabilidade e valor de mercado. Estudos argumentam que para as empresas internacionalizarem os negócios, inicialmente devem globalizar suas estratégias de atuação em mercados internacionais e isto decorre do quanto os *players* empresariais estão motivados e coordenam essas atividades por meio de conhecimento, experiência e expertise que recebem dos órgãos de gestão da empresa (Johanson & Vahlne, 1990), pois, o perfil profissional e acadêmico dos membros do Conselho de Administração, acrescentaria capacidade de tomar decisões financeiras, devido aos conhecimentos, normas e cultura adquiridos de outros países, auxiliando as empresas transnacionais na internacionalização dos negócios (Dauth, Pronobis & Schmid, 2017).

A relação da interação `EXPER_PROFxINTER` e `RENTAB` e `EXPER_PROFxINTER` e `VALOR_MERC` foram positivas e não significativas. A relação positiva sugere que empresas com melhor índice de internacionalização apresentem interação com a rentabilidade e valor de mercado, e a falta de significância estatística não permite inferir que não estejam associadas.

A relação entre `CICLO_ECON` e `RENTAB` e `CICLO_ECON` e `VALOR_MERC` foram positivas e significativas ao nível de 1%, permitindo inferir que essa variável contribui para explicar o efeito do ciclo econômico brasileiro no período de 2014-2018 sobre o valor de mercado. Esse achado confirma estudos que afirmaram que as incertezas durante as crises têm efeitos negativos no desempenho da economia e nas empresas, portanto, esse período de expansão e recessão tem efeito sobre o desempenho da economia e nas empresas (Gulati, Nohria & Wohlgezogen, 2010).

A relação entre `TAM_EMPRESA` e `RENTAB` e entre `TAM_EMPRESA` e `VALOR_MERC` foram positivas e significativas ao nível de 1%, assemelhando-se aos estudos que argumentam que o tamanho dos ativos pode evidenciar a existência de vantagem competitiva representada pelo desempenho da empresa. Devido ao seu porte, o tamanho afetaria a internacionalização e os comportamentos de exportação de uma empresa (Drobetz *et al.*, 2018; Gao *et al.*, 2010).

A relação entre `ENDIV` e `RENTAB` e entre `ENDIV` e `VALOR_MERC` foram significativas ao nível de 1% e negativas, assemelhando-se aos estudos que argumentam que o endividamento é controlado como um importante indicador da capacidade das empresas em expansão no mercado internacional, dado que as empresas dependem do financiamento da dívida para os seus esforços de internacionalização (Faleye *et al.*, 2018); e empresas lucrativas sinalizam a qualidade dos resultados para o mercado, alavancando-se, resultando em uma relação positiva entre endividamento e lucratividade (Hauser, 2018).

A relação entre `DIR_INDEP` e `RENTAB` foi positiva e significativa ao nível de 1%, e a relação entre `DIR_INDEP` e `VALOR_MERC` foi positiva, confirmando os estudos que argumentam que a composição do conselho deve refletir uma combinação apropriada de diretores internos e externos com base nos negócios e ambiente da empresa (Chen, Dyball & Wright, 2009; Adams & Ferreira, 2007; Harris & Raviv, 2008), pois, empresas complexas têm conselhos maiores e mais independentes, porque se beneficiam mais das funções de aconselhamento que os diretores externos desempenham (Linck *et al.* (2008).

A relação da interação TAM\_CA e RENTAB foi positiva e significativa ao nível de 1% e entre TAM\_CA e VALOR\_MERC foi positiva, confirmando estudos que mostraram que conselhos maiores podem ter um impacto positivo no desempenho da empresa (Daily, Certo & Dalton, 2000), pois, as empresas podem adicionar mais conselheiros com diversidade de habilidades ao seu conselho (Adams *et al.*, 2018; Faleye *et al.*, 2018).

A relação entre ADR e RENTAB foi significativa ao nível de 1% e positiva, e a relação entre a ADR e VALOR\_MERC foi positiva e significativa ao nível de 5%, alinhando os resultados a estudos anteriores que destacam que nível baixo de governança está associado à negociação de ações apenas no mercado de capitais brasileiro, e que níveis altos de governança estão relacionados com a emissão e comercialização de títulos em bolsas de valores nos Estados Unidos. Assim, as empresas utilizam como estratégia para a internacionalização de suas atividades, a emissão de ADRs, as exportações e a instalação em outros países (Souza, Murcia, & Marcon, 2011; Santos, Vasconcelos, & De Luca, 2015).

#### 4.5 ANÁLISES INFERENCIAIS

Nesta seção apresentam-se as análises inferenciais das variáveis dependente, independente e de controle, apresentando as relações e as significâncias estatísticas, testadas em um modelo de regressão linear com dados em painel balanceado. Foi elaborado um painel contendo 795 observações distribuídas em 5 unidades de corte transversal (anos) e com comprimento de série temporal igual a 159 (empresas), sendo 65 empresas transnacionais e 94 empresas nacionais, relacionando 12 variáveis (dependente, independente e de controle) totalizando 9.540 observações.

Para executar as regressões com dados em painel inicialmente as equações foram estimados por MQO agrupado (*pooled*) para realizar os testes e identificar qual o modelo mais adequado: Efeitos Fixos, Efeitos Aleatórios ou MQO. Os diagnósticos a partir dos testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman, identificaram o modelo de Efeitos Fixos como o mais adequado para o estudo em função das características dos dados coletados.

Na Tabela 17 apresentam-se os resultados dos diagnósticos do painel para a identificação do modelo mais adequado.

Tabela 17:  
Diagnóstico do Painei

Variável Dependente	Teste de Chow		Teste de Breusch-Pagan		Teste de Hausman	
	<i>F</i>	<i>p</i> -valor	<i>LM</i>	<i>p</i> -valor	<i>X</i> <sup>2</sup>	<i>p</i> -valor
Rentabilidade	1,9754	0,0067	3,0181	0,0581	3,0184	0,0173
Valor de Mercado	0,8832	0,6092	1,6259	0,1657	3,1499	0,0421
Hipóteses dos testes						
Rentabilidade	<i>p</i> -valor < 0,05, aceita-se H1		<i>p</i> -valor > 0,05, aceita-se H0		<i>p</i> -valor < 0,05, aceita-se H0	
Valor de Mercado	<i>p</i> -valor > 0,05, aceita-se H0		<i>p</i> -valor > 0,05, aceita-se H0		<i>p</i> -valor < 0,05, aceita-se H0	
Modelo Adequado						
Rentabilidade	Efeitos Fixos		MQO ( <i>pooled</i> )		Efeitos Fixos	
Valor de Mercado	MQO ( <i>pooled</i> )		MQO ( <i>pooled</i> )		Efeitos Fixos	

Fonte: Elaborado pelo autor.

O teste de Chow identifica se o modelo MQO agrupado (*pooled*) foi mais adequado em relação ao modelo de Efeitos Fixos. Infere-se que, se o nível de significância do teste apresentar um *p*-valor menor que 0,05 se aceita a hipótese alternativa (H1) da existência de efeitos fixos e contraria-se a hipótese nula (H0) de que o modelo MQO agrupado (*pooled*) é adequado. Para rentabilidade (*p*-valor de 0,0067) aceita-se H1 e define-se Efeitos Fixos como o modelo adequado; para o valor de mercado (*p*-valor de 0,6092) aceita-se H0 e define-se o MQO agrupado como modelo mais adequado a ser utilizado.

O Teste de Breusch-Pagan aponta se o modelo mais eficiente é o MQO agrupado ou Efeitos Aleatórios. Caso o nível de significância seja maior que 0,05 se aceita a hipótese nula (H0) que o mais adequado será o modelo MQO agrupado, e se *p*-valor for menor que 0,05 se aceita a hipótese alternativa (H1) que existem efeitos aleatórios. O teste apresentou um *p*-valor de 0,0580 para a variável rentabilidade e de 0,1657 para o valor de mercado, sendo ambos maiores que 0,05. Assim, se descarta a utilização de efeito aleatório, apontando para a hipótese nula que define o MQO agrupado como modelo a ser utilizado.

O Teste de Hausman foi utilizado para escolher entre o modelo de efeito fixo ou efeito aleatório. Infere-se que, se o nível de significância do teste apresentar um *p*-valor maior que 0,05, o modelo de Efeitos Aleatórios é adequado (H1), caso seja menor se valida à hipótese nula (H0) da existência de Efeitos Fixos. Verificou-se um *p*-valor de 0,01739 para a variável rentabilidade e de 0,0072 para o valor de mercado, sendo ambos *p*-valores menores do que 0,05, apontando a utilização de Efeitos Fixos como o mais adequado a ser utilizado. Em função de que os testes de Chow e Breusch-Pagan confirmaram

respectivamente a consistência da utilização dos modelos e o teste de Hausman apontar para os Efeitos Fixos, define-se o Efeito Fixo como modelo mais adequado a ser utilizado.

Realizou-se o teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov e de Shapiro-Wilk para decidir se é uma distribuição normal ou não-normal. Observando-se que os resíduos do teste de Kolmogorov-Smirnov ( $p$ -valor  $\leq 0,0000$ ) e de Shapiro-Wilk  $W = 0,940499$ , com  $p$ -valor  $0,000$  para as variáveis analisadas, aceitou-se a hipótese nula ( $H_0$ ) de que existe distribuição normal.

O Teste de White para heterocedasticidade avalia a dispersão dos dados em torno de uma reta. Esse apresentou coeficiente de  $699,562073$  e  $p$ -valor  $0,0000$ , rejeitando-se a hipótese nula da não existência de heterocedasticidade e aceitando a hipótese alternativa de que os dados não são homocedásticos. Os testes apontam que os dados da pesquisa são heterocedásticos e o modelo mais adequado para analisar as variáveis da regressão são os Efeitos Fixos.

Realizou-se, ainda, o teste de endogeneidade, utilizando equações simultâneas para verificar se uma das variáveis independentes do modelo está correlacionada com o erro. O modelo de equações simultâneas permite analisar várias equações com o objetivo de determinar estatisticamente, qual variável é explicada e qual pode ser classificada com explicativa (Gujarati & Porter, 2011).

O estudo definiu como variável dependente a RENTAB e VALOR\_MERC e a variável independente FORMA\_ACAD e EXPER\_PROF, além das variáveis de controle. Como não é possível teoricamente afirmar que a relação esperada esteja na ordem da estrutura operacional da pesquisa, ou seja, a RENTAB e o VALOR\_MERC são influenciados pelo FORM\_ACAD e a EXPER\_PROF, testa-se a hipótese da existência da endogeneidade entre as variáveis dependentes e independentes. As variáveis endógenas (RENTAB e VALOR\_MERC) são determinadas dentro do modelo, enquanto as variáveis exógenas (FORM\_ACAD e EXPER\_PROF) são capturadas fora do modelo.

O sistema de equações simultâneas consiste na formulação de um modelo para cada variável endógena, de modo a não permitir que os parâmetros de uma única equação sejam estimados sem considerar as informações obtidas por outras equações do sistema.

Foram estruturados e testados quatro modelos de regressão e o resultado da regressão nas equações simultâneas apresentou para as variáveis o seguinte erro residual e significância estatística: RENTAB ( $p$ -valor de  $0,8148$ ; não significativo); VALOR\_MERC



( $p$ -valor de 0,1781; não significativo); FORM\_ACAD ( $p$ -valor de 0,3706; não significativo); EXPER\_PROF ( $p$ -valor de 0,3771; não significativo).

Os resultados da regressão indicam um erro residual e um  $p$ -valor não significativo ( $p$ -valor  $\geq 0,05$ ), assim, não é possível confirmar de que há estatisticamente simultaneidade entre as variáveis endógenas. Portanto, não há indício de ocorrência de relacionamento simultâneo entre as variáveis endógenas que se pretendem explicar e as variáveis exógenas que explicam o modelo, dessa forma, os estimadores de Mínimos Quadrados Ordinários podem ser operacionalizados e são adequados para a construção e análise dos resultados do estudo.

#### 4.6 ANÁLISE DAS REGRESSÕES EM DADOS EM PAINEL COM EFEITOS FIXOS

Na Tabela 18 apresentam-se os resultados para as três regressões em dados em painel utilizando os Efeitos Fixos. As regressões mostram a relação entre as variáveis, comparando os resultados das empresas transnacionais e nacionais. No Modelo 1 regride-se as variáveis de controle com a variável dependente e independente, verificando se há influência diferenciada dessas variáveis sobre as empresas transnacionais e nacionais. No modelo 2 introduz-se os efeitos de interação da internacionalização das empresas com a formação acadêmica e experiência profissional. No modelo 3 adiciona-se o efeito direto dos segmentos econômicos diferenciados de listagem da B3.

A partir da hipótese teórica de pesquisa de que a formação acadêmica e experiência profissional dos membros do Conselho de Administração influenciam a rentabilidade e o valor de mercado das empresas brasileiras transnacionais, espera-se que a formação acadêmica e a experiência profissional exerça o efeito de melhorar a rentabilidade e valor de mercado das empresas, assim, o sinal esperado para a variável FORM\_ACAD e EXPER\_PROF nos modelos 1, 2 e 3 é positivo.

Tabela 18:

### Modelo com dados em painel de efeitos fixos

Empresas Transnacionais												Empresas Nacionais					
Variáveis	Rentabilidade			Valor de Mercado			Rentabilidade			Valor de Mercado							
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3					
Constante	4,691*** (0,0000)	5,1096*** (0,0000)	5,6301*** (0,0000)	-1,9749* (0,0504)	-1,12790 (0,2670)	-1,8074* (0,0100)	4,5451*** (0,0000)	4,5451*** (0,0000)	5,384*** (0,0000)	1,3674* (0,0503)	1,3674* (0,0503)	0,77239* (0,0342)					
FORM_ACAD	-1,0910 (0,1698)	-0,7160 (0,4278)	-0,9395 (0,3170)	0,555487 (0,6233)	0,0470 (0,9716)	0,23286 (0,8645)	-0,379470 (0,3826)	-0,379470 (0,3826)	0,24787 (0,5643)	1,66328** (0,0101)	1,66328** (0,0101)	1,42419** (0,0419)					
EXPER_PROF	1,2237* (0,0847)	0,3871 (0,0614)	0,5225 (0,050)*	2,739*** (0,0078)	1,15475* (0,0304)	0,80097* (0,0490)	0,326406 (0,4001)	0,326406 (0,4001)	0,07390 (0,8409)	0,60663* (0,02916)	0,60663* (0,02916)	0,424504* (0,04851)					
INTER	-	-0,4979 (0,4931)	-0,9294 (0,2224)	-	-1,0209 (0,3665)	-1,0248 (0,3546)	-	-	-	-	-	-					
FORM_ACAD xINTER	-	-1,1154 (0,526)3	-0,1994 (0,9129)	-	-0,17489 (0,9458)	-0,21248 (0,9362)	-	-	-	-	-	-					
EXPER_PROF xINTER	-	1,9364 (0,2071)	2,5488 (0,1089)	-	2,8422 (0,2052)	2,8264 (0,2212)	-	-	-	-	-	-					
CICLO_ECON	0,1255* (0,0164)	0,1135* (0,0210)	0,11894* (0,0190)	0,13519* (0,0312)	0,14712* (0,0266)	0,15701* (0,0234)	0,00868 (0,8681)	0,00868 (0,8681)	0,00996 (0,9139)	0,0104970 (0,8923)	0,0104970 (0,8923)	0,004375 (0,9559)					
TAM_EMPRESA	0,2202*** (0,0000)	0,2323*** (0,0000)	0,2618*** (0,0000)	0,0457* (0,0367)	0,0368* (0,0469)	0,07193* (0,2028)	0,1795*** (0,0000)	0,1795*** (0,0000)	0,239*** (0,0000)	0,0973*** (0,0050)	0,0973*** (0,0050)	0,0597*** (0,00132)					
ENDIVID	-0,111*** (0,0000)	-0,110*** (0,0000)	-0,109*** (0,0000)	-0,01707 (0,1718)	-0,01951 (0,1124)	-0,01779 (0,1502)	-0,2551*** (0,0000)	-0,2551*** (0,0000)	-0,22*** (0,0000)	-0,0652*** (0,002)	-0,0652*** (0,002)	-0,0595*** (0,0017)					
DIRET_INDEP	-0,00277 (0,7071)	-0,0007 (0,9205)	-0,0025 (0,7286)	-0,0126** (0,0188)	-0,0268** (0,0125)	-0,0265*** (0,0137)	-0,0003374 (0,9164)	-0,0003374 (0,9164)	-0,0033 (0,2633)	0,01064** (0,0259)	0,01064** (0,0259)	0,00829* (0,0696)					
TAM_CA	0,011378 (0,1358)	0,01364 (0,0733)	0,0145 (0,0739)	0,00008 (0,994)	0,00207 (0,8517)	0,005895 (0,6628)	-0,0057925 (0,1207)	-0,0057925 (0,1207)	-0,0027 (0,4312)	0,01875*** (0,0007)	0,01875*** (0,0007)	0,01648*** (0,0042)					
ADR	0,02502 (0,8646)	0,0175 (0,9041)	0,04559 (0,7688)	-0,1924 (0,3662)	-0,1815 (0,3927)	-0,2338 (0,3003)	0,22006*** (0,0036)	0,22006*** (0,0036)	0,3935*** (0,000)	0,162696 (0,1456)	0,162696 (0,1456)	0,147147 (0,2389)					
Controle Setorial	Não Sim	Não Sim	Sim Sim	Não Sim	Não Sim	Sim Sim	Não Sim	Não Sim	Sim Sim	Não Sim	Não Sim	Sim Sim					
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim					
Observações	325	325	325	325	325	325	469	469	469	469	469	469					
R <sup>2</sup> ajustado	0,5214	0,5410	0,55206	0,1127	0,1271	0,1571	0,6555	0,6555	0,7243	0,1271	0,1271	0,1018					

Nota: \*, \*\* e \*\*\*, significativo ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

A hipótese de interesse para a análise dos resultados é a rejeição da hipótese nula ( $H_0; \beta_2 \leq 0$ ) e a aceitação da hipótese alternativa ( $H_1; \beta_2 > 0$ ) ao nível de 5%, permitindo inferir que a formação acadêmica e experiência profissional influenciariam a rentabilidade e o valor de mercado das empresas brasileiras transnacionais.

Nas empresas transnacionais, a relação entre RENTAB e FORM\_ACAD foi negativa e não significativa, contrariando a relação esperada do pressuposto teórico, assim, rejeita-se  $H_1$ . Esse resultado não é consistente com estudos que argumentavam que o nível de formação educacional dos conselhos se refletiria no desempenho de suas organizações (Orens & Reheul; 2013; Oliva & Albuquerque, 2007; Adams, Akyol & Verwijmeren, 2018; Nielsen & Nielsen, 2013). A relação entre RENTAB e EXPER\_PROF foi positiva e significativa, assim, não se rejeita  $H_2$ , confirmando o pressuposto teórico, inferindo-se que a experiência profissional influencia a rentabilidade das empresas brasileiras transnacionais. Esse resultado assemelha-se a estudos anteriores que afirmam que a característica de experiência dos membros do Conselho de Administração diferenciam os resultados econômico-financeiros das empresas (Nielsen & Nielsen, 2013; Aharoni *et al.*, 2011; Chen, 2011; Dalziel, Gentry, & Bowerman, 2011; Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013; Aharoni, Tihanyi, & Connely, 2011). Nas empresas nacionais a relação entre RENTAB e FORM\_ACAD e entre RENTAB e EXPER\_PROF foram não significativas, assim, rejeita-se  $H_1$  e  $H_2$  para essas empresas. Apesar da falta de significância, a relação positiva sugere que as características de expertise do conselho acresceria a rentabilidade das empresas nacionais.

Nas empresas transnacionais a relação entre VALOR\_MERC e FORM\_ACAD foi positiva e não significativa, contrariando a relação esperada do pressuposto teórico, assim, rejeita-se  $H_3$  para essas empresas. A relação entre VALOR\_MERC e EXPER\_PROF foi positiva e significativa ao nível de 1%, assim, não se rejeita  $H_4$ , confirmando o pressuposto teórico e assemelhando-se aos estudos que afirmam que a experiência tende a refletir no valor das organizações (Nielsen, 2010b; Fran, Gui, Li, & Zhu, 2016; Adams *et al.* 2018) e que a experiência permitiria aos membros dos conselhos replicarem práticas de gestão bem sucedidas nos mercados nacionais e internacionais, e esses conhecimentos seriam fatores importantes e reconhecidos pelos *stakeholders* quando da análise das empresas (Fran, Gui, Li & Zhu, 2016; Dauth, Pronobis & Schmid, 2017). Nas empresas nacionais a relação entre VALOR\_MERC e FORM\_ACAD e entre VALOR\_MERC e EXPER\_PROF foram significativas ao nível de 5%, assim, não se rejeita  $H_3$  e  $H_4$  para

essas empresas. Esse resultado confirma estudos que argumentam que a presença de membros do Conselho de Administração com formação acadêmica tenderia a mitigar a desconfiança dos investidores em decisões com operações e mercados; e esse acúmulo de conhecimento permitiria identificar oportunidades e minimizar incertezas ambientais (Li, Sun & Ettredge, 2010; Johnson *et al.*, 2013; Chen, 2011) e que empresas com qualificação acadêmica atraíram mais investidores institucionais e analistas de mercado, pois, esses profissionais consideram esses tributos como relevantes (Li, Wei & Lin, 2016).

Para as empresas transnacionais os resultados confirmam que a variável dependente Valor de Mercado pode ser explicada pela Experiência Profissional e, ainda, pelas variáveis de controle: internacionalização da empresa, efeito moderador da interação entre experiência profissional e internacionalização da empresa, e pelo número de diretores independentes no Conselho de Administração. Os segmentos diferenciados de listagem da B3 com melhor significância são as empresas dos setores econômicos: Consumo Cíclico; Saúde; e Telecomunicações. A variável dependente Rentabilidade não se mostrou estatisticamente significativa com a Formação Acadêmica, mas podem ser explicadas pelas variáveis de controle: efeito moderador na interação entre experiência profissional e internacionalização da empresa, tamanho da empresa, endividamento, e tamanho do Conselho de Administração. Os segmentos diferenciados de listagem da B3 com melhor significância são as empresas dos setores: Consumo Cíclico; Materiais Básicos; Petróleo, Gás e Biocombustíveis.

Para as empresas nacionais o resultado confirma que a variável Valor de Mercado pode ser explicada pela Formação Acadêmica e pelas variáveis de controle: endividamento; número de diretores independentes no Conselho de Administração; e tamanho do Conselho de Administração. Os segmentos diferenciados de listagem da B3 não apresentaram resultados estatisticamente significativos nos setores econômicos. A variável Rentabilidade pode ser explicada pela Formação Econômica e pela Experiência Profissional e pelas variáveis de controle: tamanho da empresa; endividamento; número de diretores independentes no Conselho de Administração; tamanho do Conselho de Administração; e emissão de ADRs. Os segmentos diferenciados de listagem da B3 com melhor significância são as empresas dos setores: Consumo Cíclico, Materiais Básicos, Saúde; Tecnologia da Informação e Utilidade Pública.

Na Tabela 19 apresenta-se o resumo dos resultados dos testes das hipóteses, demonstrando a relação e os coeficientes significativos das variáveis Rentabilidade e Valor

de Mercado (dependentes) e Formação Acadêmica e Experiência Profissional (independentes).

Tabela 19:

**Resumo dos testes de hipóteses**

			Hipóteses				
			H1	H2	H3	H4	
			Variáveis Independentes				
	Variável Dependente	Dados em Painel	Formação Acadêmica	Experiência Profissional	Formação Acadêmica	Experiência Profissional	
Empresas Transnacionais	Rentabilidade	Modelo 1	Relação <i>p</i> -valor	(-) (0,1698)	(+) (0,0847)*	-	-
		Modelo 2	Relação <i>p</i> -valor	(-) (0,4278)	(+) (0,6146)	-	-
		Modelo 3	Relação <i>p</i> -valor	(-) (0,3170)	(+) (0,0503)*	-	-
		Resultado		Rejeitar	Não Rejeitar	-	-
	Valor de Mercado	Modelo 1	Relação <i>p</i> -valor	-	-	(+) (0,6233)	(+) (0,0078)***
		Modelo 2	Relação <i>p</i> -valor	-	-	(+) (0,9716)	(+) (0,03046)*
		Modelo 3	Relação <i>p</i> -valor	-	-	(+) (0,8645)	(+) (0,04908)*
		Resultado				Rejeitar	Não Rejeitar
Empresas Nacionais	Rentabilidade	Modelo 1	Relação <i>p</i> -valor	(-) (0,3826)	(+) (0,4001)	-	-
		Modelo 2	Relação <i>p</i> -valor	(-) (0,3826)	(+) (0,4001)	-	-
		Modelo 3	Relação <i>p</i> -valor	(+) (0,5643)	(+) (0,8409)	-	-
		Resultado		Rejeitar	Rejeitar		
	Valor de Mercado	Modelo 1	Relação <i>p</i> -valor	-	-	(+) (0,0101)**	(+) (0,0291)*
		Modelo 2	Relação <i>p</i> -valor	-	-	(+) (0,0101)**	(+) (0,0291)*
		Modelo 3	Relação <i>p</i> -valor	-	-	(+) (0,0419)**	(+) (0,0485)*
		Resultado				Não Rejeitar	Não Rejeitar

**Nota:** \*, \*\* e \*\*\*, significativo ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para as empresas transnacionais, verificou-se que a relação entre variável RENTAB e FORM\_ACAD foi negativa e não significativa nos modelos 1, 2 e 3, assim, rejeita-se H1 que pressupõe que há relação significativa e positiva entre a formação acadêmica dos membros do Conselho de Administração das empresas e a rentabilidade das empresas

brasileiras transnacionais. Os resultados dos testes da H1 contraria a relação esperada e não são consistentes com estudos que argumentam que o nível de formação educacional dos conselhos se refletiria nas características e desempenho de suas organizações, e ainda, que esse desempenho estaria atrelado à atuação e expertise do Conselho de Administração e a presença de conselheiros com expertise diferenciada poderia melhorar o desempenho e o valor das empresas.

Na variável RENTAB e EXPER\_PROF observou-se uma relação significativa nos modelos 1 e 2, assim, não rejeita-se H2 de que existe relação significativa e positiva entre a experiência profissional dos membros do Conselho de Administração das empresas e a rentabilidade das empresas brasileiras transnacionais. Os resultados dos testes da H2 confirmam os estudos afirmando que as experiências anteriores dos membros do Conselho de Administração aumentariam a eficiência e a sobrevivência da empresa e que a experiência permitiria aos membros dos conselhos replicarem práticas de gestão bem sucedidas nos mercados nacionais e internacionais, e ainda, esses conhecimentos seriam fatores importantes e reconhecidos pelos *stakeholders* quando da análise das empresas. Nas empresas nacionais, a relação entre RENTAB e FORM\_ACAD e entre RENTAB e EXPER\_PROF foram não significativas, assim, rejeitou-se H1 e H2 para essas empresas.

Para as empresas transnacionais, a relação entre VALOR\_MERC e FORM\_ACAD foi positiva e não significativa nos modelos 1, 2 e 3, assim, rejeita-se a H3 de que existe relação positiva e significativa entre a variável FORM\_ACAD dos membros do Conselho de Administração das empresas e o VALOR\_MERC das empresas brasileiras transnacionais. Os resultados dos testes da H3 são consistentes e apresentam relação positiva, no entanto, não há significativa entre a variável VALOR\_MERC e FORM\_ACAD. A variável VALOR\_MERC e EXPER\_PROF apresenta uma relação positiva e significativa nos modelos 1, 2 e 3, assim, não se rejeita H4, pois há relação significativa e positiva entre a experiência profissional dos membros do Conselho de Administração das empresas e o valor de mercado das empresas brasileiras transnacionais. Os resultados dos testes da H4 são consistentes com estudos que afirmam que a experiência tende a refletir no valor das organizações e que um maior conhecimento e experiência dos gestores pode atrair a atenção de *stakeholders*, pois, a presença de membros do conselho com experiência tende a mitigar a desconfiança dos investidores e refletir no valor de mercado da empresa.

Nas empresas nacionais a relação entre VALOR\_MERC e FORM\_ACAD e entre VALOR\_MERC e EXPER\_PROF foram positivas e significativas, assim, não se rejeita H3 e H4 para essas empresas. Os resultados mostram que há relação positiva e significativa entre a formação acadêmica e a experiência profissional dos membros do Conselho de Administração das empresas e o valor de mercado das empresas nacionais, confirmando que a presença de membros do Conselho de Administração com formação acadêmica. Este aspecto tenderia a mitigar a desconfiança dos investidores em decisões com operações e mercados; e ainda, e esse acúmulo de conhecimento permitiria identificar oportunidades e minimizar incertezas ambientais, e ainda, empresas com conselho de administração com qualificação acadêmica atraíram mais investidores institucionais e analistas de mercado, pois, esses profissionais consideram esses tributos como relevantes.

Dessa forma, os resultados permitem afirmar que a Teoria da Dependência de Recursos (TDR) se alinha às experiências dos conselhos desenvolvidas nos mercados, ao propor que os conselhos forneçam acesso a recursos na forma de expertise, que não estão disponíveis de outra maneira (Pfeffer & Salancik, 1978). A TDR vê os membros dos conselhos como ativos da empresa, contribuindo para a criação sustentada de valor de mercado (Hillman, Withers, & Collins, 2009). Assim, a tarefa de recomendação ou fornecimento de expertise profissional dos conselhos, permitiria o aconselhamento sobre iniciativas estratégicas de atividades domésticas e no exterior e o acompanhamento dessas escolhas pelo Conselho de Administração. O Conselho de Administração é ainda utilizado na TDR como um importante órgão para tratar dos problemas de incertezas da organização. Assim, os membros do Conselho de Administração fariam mais do que reduzir incertezas, pois, trariam para as empresas, informações, habilidades, acessos a recursos-chave e legitimidade, que auxiliam na tomada de decisão.



## 5 CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

Nesse capítulo encerra-se a tese apresentando as conclusões com base nos resultados observados, as limitações que permearam a pesquisa e as sugestões de possibilidades de futuros trabalhos com o objetivo de ampliar o desenvolvimento do tema sobre a influência da expertise do Conselho de Administração nas empresas.

### 5.1 CONCLUSÕES

O conselho de administração está no centro da governança corporativa e como órgão que participa do processo de tomada de decisão, definindo as estratégias da empresa, é responsável por designar os responsáveis que supervisionarão e controlarão o desempenho gerencial da empresa. Os escândalos corporativos e a crise financeira brasileira chamaram a atenção para os conselhos de administração, pois, os membros do conselho das empresas foram questionados porque não viram nem agiram de modo a evitar os problemas que ocasionaram prejuízos para os acionistas e demais interessados, o que tornou mais forte a percepção entre investidores de exigência de melhorias nos conselhos de administração.

Adotando a perspectiva da Teoria da Dependência de Recursos, este estudo avaliou a influência da formação acadêmica e experiência profissional dos membros do Conselho de Administração na rentabilidade e valor de mercado em empresas brasileiras transnacionais. Analisaram-se empiricamente as características da formação acadêmica e experiência profissional dos membros do Conselho de Administração das empresas listadas na B3, separadas para análise em empresas transnacionais e nacionais, examinando o efeito da expertise sobre o desempenho dessas empresas.

A primeira hipótese testada foi que haveria relação significativa e positiva entre a formação acadêmica dos membros do Conselho de Administração das empresas e a rentabilidade das empresas brasileiras transnacionais. Rejeitou-se essa hipótese para as empresas transnacionais e nacionais, pois, mesmo apresentando relação positiva, não há significância estatística entre a variável rentabilidade e a formação acadêmica, contrariando a relação esperada. Esse resultado não é consistente com estudos que argumentam que o nível de formação educacional dos conselhos se refletiria nas características e desempenho de suas organizações.



A segunda hipótese testada foi que haveria relação significativa e positiva entre a experiência profissional dos membros do Conselho de Administração das empresas e a rentabilidade das empresas brasileiras transnacionais. Não se rejeitou essa hipótese para as empresas transnacionais, confirmando a relação positiva esperada e significativa entre a variável rentabilidade e a experiência profissional. Os resultados são consistentes de que a experiência anterior dos membros do Conselho de Administração permitiria aos membros dos conselhos replicarem práticas de gestão bem sucedidas nos mercados nacionais e internacionais, e esses conhecimentos seriam fatores importantes e refletem na rentabilidade das empresas transnacionais. Analisando os resultados das empresas nacionais verificou-se uma relação positiva e não significativa, assim, rejeita-se essa hipótese para as nacionais.

A terceira hipótese testada foi que haveria relação significativa e positiva entre a formação acadêmica dos membros do Conselho de Administração das empresas e o valor de mercado das empresas brasileiras transnacionais. Rejeitou-se essa hipótese para as empresas transnacionais, pois, mesmo confirmando a relação positiva, não há significância estatística entre a variável valor de mercado e a formação acadêmica. Examinado os resultados das empresas nacionais verificou-se uma relação positiva e estatisticamente significativa evidenciando-se a relação entre a formação acadêmica dos membros do Conselho de Administração das empresas e o valor de mercado das empresas nacionais, confirmando que a presença de membros com formação acadêmica tenderia a mitigar a desconfiança dos investidores em decisões com operações e mercados e refletindo no valor de mercado dessas empresas.

A quarta hipótese testada foi que haveria relação significativa e positiva entre a experiência profissional dos membros do Conselho de Administração das empresas e o valor de mercado das empresas brasileiras transnacionais. Não rejeitou-se essa hipótese para as empresas transnacionais e nacionais confirmando a relação positiva e significativa entre a variável valor de mercado e a experiência profissional. Os resultados dos testes são consistentes de que experiência profissional do Conselho de Administração tende a refletir no valor das organizações, e um maior conhecimento e experiência dos gestores pode atrair a atenção de *stakeholders*.

Com base nos resultados de não rejeitar a hipótese de que haveria relação significativa e positiva entre a experiência profissional dos membros do Conselho de Administração das empresas e o valor de mercado das empresas brasileiras transnacionais,

confirma-se a tese proposta nesta pesquisa de que a **experiência profissional dos membros do Conselho de Administração tende a influenciar a rentabilidade e o valor de mercado das empresas brasileiras transnacionais**. Apesar da relação positiva entre a formação acadêmica e a rentabilidade e valor de mercado nas empresas transnacionais, a falta de significância estatística nos resultados não permitem confirmar essa hipótese na tese. Os resultados obtidos nas empresas nacionais confirmam essa relação.

Verificou-se, ainda, que o perfil de formação acadêmica dos membros que compõe o CA, alterou-se no período analisado, destacando-se que houve um crescimento percentual na especialização em Contabilidade, Gestão e Finanças do conselho. Outras habilidades de formação foram valorizadas pelos membros do CA como a procura por mais uma formação em curso superior e cursos de mestrado e doutorado. Observa-se que a formação na área financeira são os cursos que apresentaram o maior crescimento, evidenciando que essa área continua sendo uma prioridade para os membros do CA.

O perfil de experiência profissional dos membros que compõe o CA apresentou mudanças contínuas no período, destacando-se o crescimento de membros do CA que tem experiência funcional na empresa ou no mesmo setor econômico, participação no conselho de administração de outras empresas e ter experiência em empresa de setor econômico com regulamentação específica. Outras habilidades corporativas que os membros do CA possuem foram destacadas nos currículos, com experiência em empresas internacionalizadas, conexão política, experiência em cargos ou funções nomeadas ou membro no conselho de administração em empresa estatal. Apesar de o talento financeiro representado pela experiência anterior como CEO ou CFO ser evidenciado como uma prioridade para a composição do CA verificou-se que os membros do CA que atuaram como CEO e CFO representam em média no CA, 14,8% para as empresas transnacionais e 20,3% para as empresas nacionais.

Os resultados descritivos desse estudo confirmam que o currículo dos membros do Conselho de Administração apresentaram mudanças contínuas no período analisado, destacando que membros dos conselhos com experiência podem ser eficazes para facilitar a tomada de decisão sobre as atividades da empresa devido à sua experiência e ao seu entendimento de como iniciar, operar e desenvolver atividades no setor. Nesse sentido, os conselheiros com expertise podem ter acumulado expertise e, portanto, servem não apenas como provedores de recursos externos, mas também atuam como importantes fontes de capital humano as empresas. Argumenta-se, ainda que os conselhos com diversidade de

expertise possam facilitar a identificação de oportunidades de negócios no mercado interno e externo e atuando como um bom canal para atrair recursos externos cruciais para as empresas.

Esses resultados, portanto, fornecem uma imagem mais completa sobre a função de provisão de recursos externos representado pela expertise dos membros do Conselho de Administração no contexto das empresas brasileiras, sinalizando que a expertise é relacionada positivamente com o desempenho e valor de mercado das empresas, e destaca a amplitude e a relevância das discussões dessa temática no contexto brasileiro.

## 5.2 LIMITAÇÕES DO ESTUDO E SUGESTÕES PARA FUTURAS PESQUISAS

Medir a expertise de cada membro do conselho é uma prática complexa, pois pode não ser capaz de captar se e como o papel do Conselho de Administração (CA) varia com base em suas características individuais de expertise ou dos contextos nacionais em que está inserido, principalmente, porque existem empresas transnacionais que são empresas líderes em seus respectivos setores e a experiência dos membros do CA mostrou-se ser heterogênea. Embora se tenha adotado uma métrica para mapear o índice de expertise dos membros do CA, não é possível medir o histórico por período superior a cinco anos devido à indisponibilidade de dados. Estudos futuros podem explorar a interação de empresas nacionais com empresas de outros países, examinando a expertise dos membros do CA e os laços entre executivos e membros do conselho obtendo uma compreensão mais detalhada da interação entre essas variáveis. Estudos futuros podem estender o efeito moderador de outro mecanismo de governança, como estrutura acionária ou remuneração de executivos e compará-las entre empresas e setores econômicos.

Este estudo foi baseado em uma amostra de empresas brasileiras separadas entre empresas transnacionais e nacionais, assim, os resultados não são generalizáveis para empresas de outros países. Destaca-se, ainda, como limitação a não utilização de empresas financeiras listadas na B3 devido a seus distintos mecanismos regulatórios, impossibilitando a generalização para todas as empresas de capital aberto. Pesquisas futuras poderiam analisar o setor financeiro, estendendo essa pesquisa e comparando os resultados obtidos com empresas de outros países.

Pesquisas futuras poderiam examinar o papel do conselho de administração como provedores de recursos e a composição do conselho além do primeiro passo da

internacionalização, como investimento direto estrangeiro e fusões e aquisições internacionais, e ainda, analisar se ter um conselho de administração com membros com experiência internacional é mais importante do que ter membros estrangeiros no conselho.

O Ministério da Economia, Indústria, Comércio Exterior e Serviços (MDIC) (2019) apresentou em seu cadastro atualizado até setembro de 2019, o número de 21.969 empresas brasileiras exportadoras, evidenciando nesse relatório, além das empresas de capital aberto, a presença de pequenas e médias empresas de capital fechado que operam no comércio internacional. Verifica-se que não existem na literatura medidas que expliquem a internacionalização aplicáveis a empresas de capital fechado em pequenas e médias empresas, mesmo porque o acesso aos dados dessas empresas não é público. Pesquisas futuras são necessárias para estender a pesquisa sobre conselhos em empresas de capital fechado.

## REFERÊNCIAS

- Adams, R. B., Akyol, A. C., Verwijmeren, P. (2018). Director skill sets. *Journal of Financial Economics*, 130(2018), 641–662.
- Adams, R. B., Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *Journal of Finance*, 62, 217-250.
- Almeida H.; Campello, M.; & Weisbach, M. S. (2004). Cash Flow Sensivity of Cash. *Journal of Finance*. 54(4), 1777-1803.
- Aharoni, Y. (1966). The foreign investment decision process. Boston, MA: Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University. Recuperado em 12 março, 2019, de: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/tie.5060080407/pdf>.
- Aharoni, Y., Tihanyi, L., & Connelly, B. L. (2011). Managerial decision-making in international business: a forty-five-year retrospective. *Journal of World Business*, 46(2), 135–142.
- Armstrong, C. S.; Ittner, C. D.; & Larcker, D. F. (2012). Corporate governance, compensation consultants, and CEO pay levels. *Review of Accounting Studies*, 17(2), 322-351.
- Athanassiou, N., & Nigh, D. (2002). The impact of the top management team's international business experience on the firm's internationalization: Social networks at work. *Management International Review*, 42(2), 157–181.
- Barkema, H. G., & Shvyrkov, O. (2007). Does top management team diversity promote or hamper foreign expansion? *Strategic Management Journal*, 28(7), 663–680.
- Barroso, C., Villegas, M. M. & Calero, L. P. (2011). Board influence on a firm's internationalization. *Corporate Governance: An International Review*, 19(4), 351-367.
- Berk, J. B.; Demarzo, P. (2009). *Finanças Empresariais Essencial*. Bookman, 2009.
- Bird, A., Buchanan, R., & Rogers, P. (2004). The seven habits of an effective board. *European Business Journal*, 16, 128–135.
- Black, B., & Kim, W. (2012). The effect of board structure on firm value: a multiple identification strategies approach using Korean data. *Journal of Financial Economics*, 10(1), 203-226.

- Bortoli, C.; & Soares, R. (2019). Executivos com maior sofisticação financeira são mais confiantes e otimistas. *Revista de Administração Contemporânea (RAC)*, 23(2), 268-287.
- Brasil. (1976). Ministério do Planalto. Casa Civil. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Publicado no Diário Oficial da União em 17/12/1976. Recuperado em 4 março, 2019, de: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm).
- Brasil. (2001). Ministério do Planalto. Casa Civil. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Publicado no Diário Oficial da União em 01/11/2011. Recuperado em 21 fevereiro, 2019, de: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/LEIS\\_2001/L10303.htm#art2](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm#art2).
- Brasil. (2007). Ministério do Planalto. Casa Civil. Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Publicado no Diário Oficial da União em 28/12/2007. Recuperado em 21 fevereiro, 2019, de: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2007/lei/11638.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/11638.htm).
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2013). *Princípios de finanças corporativas*. 10 ed. Tradução: Celso Roberto Paschoa; revisão técnica: João Carlos Douat. Porto Alegre: AMGH.
- Brigham, E. F.; & Ehrhardt, M. C. (2016). *Administração Financeira: teoria e prática*. 14 ed. South-Western: CENGAGE Learning.
- Carpenter, M. A., Sanders, W. G., & Gregersen, H. B. (2002). Bundling human capital with organizational context: the impact of international assignment experience on multinational firm performance and CEO pay. *Academy of Management Journal*, 44(3), 493–511.
- Chen, H. L. (2011). Does board independence influence the top management team? Evidence from strategic decisions toward internationalization. *Corporate Governance: An International Review*, 19(4), 334–350.

- Chen, L., & Zhao, X. S.. (2006). On the Relation between the Market-to-Book Ratio, Growth Opportunity, and Leverage Ratio. *Financial Research Letters*, 3, 253-266.
- Chen, R., Dyball, M. C., & Wright, S. (2009). The link between board composition and corporate diversification in Australian corporations. *Corporate Governance: An International Review*, 17(2): 208–223
- Chiambaretto, P. (2015). Resource dependence and power-balancing operations in alliances: The role of market redefinition strategies. *Management*, 18(3), 205-233. Recuperado em 22 junho, 2019, de: <https://www.cairn.info/revue-management-2015-3-page-205.htm#>
- Clark, C., & Brown, J. A. (2015). Multinational Corporations and Governance Effectiveness: Toward a More Integrative Board. *Journal of Business Ethics*, 132, 565–577. DOI: 10.1007/s10551-014-2358-6
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2008), 329–356.
- Collis, J.; & Hussey, R. (2005). Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação. 2. ed. Porto Alegre: Bookman.
- Contractor, F. J. (2012). Why do multinational firms exist? A theory note about the effect of multinational expansion on performance and recent methodological critiques. *Global Strategy Journal*, 2(4), 318–331.
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2002). Avaliação de empresas – *valuation*: calculando e gerenciando o valor das empresas. 3. ed. São Paulo: Pearson Makron Books.
- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella, A. A. Jr (2003). Corporate governance: Decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, 28, 371–382.
- Dalton, D. R., Hitt, M. A., Certo, S. T., & Dalton, C. M. (2007). Agency theory and its mitigation. In: A. Brief, & J. Walsh (Eds.). *Academy of management annals*, 1, 1-64.
- Dalziel, T., Gentry, R. J., & Bowerman, M. (2011). An Integrated Agency–Resource Dependence View of the Influence of Directors Human and Relational Capital on Firms R&D Spending. *Journal of Management Studies*, 48(6), 1217-1246.
- Damodaran, A. (2007). Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications. Stern School of Business, July 2007.

- Dauth, T., Pronobis, P., & Schmid, S. (2017). Exploring the link between internationalization of top management and accounting quality: The CFO's international experience matters. *International Business Review*, 26(1), 71–88.
- Doh, J., Husted, B., Matten, D., & Santoro, M. (2010). Ahoy there! Toward greater congruence and synergy between international business and business ethics theory and research. *Business Ethics Quarterly*, 20(3), 481–502.
- Drobetz, W., Meyerinck, F. V., Oesch, D., & Schmid, M. (2018). Industry expert directors. *Journal of Banking and Finance*, 90(2018), 195-215.
- Ericsson, K. A., & Staszewski, J. J. (1989). Skilled memory and expertise: Mechanisms of exceptional performance. In D. Klahr & K. Kotovsky (Eds.), *Complex information processing: The impact of Herbert A. Simon* (pp. 235-267). 21<sup>st</sup> Carnegie-Mellon Symposium on Cognition. Hillsdale, NJ, US: Lawrence Erlbaum Associates Publishers.
- Faleye, O., Hoitash, R., & Hoitash, U. (2018). Industry expertise on corporate boards. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 50(2), 441–479. <https://doi.org/10.1007/s11156-017-0635-z> 479
- Fávero, L. P. L. (2013). Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. *Brazilian Business Review*, 10(1), 131–156.
- Fávero, L. P. L., Belfiore, P., Silva, F. D., & Chan, B. L. (2009). Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões.
- Field, A. Descobrindo a estatística usando o SPSS. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, 2009.
- Filatotchev, I., Liu, X., Buck, T., & Wright, M. (2009). The Export orientation and export performance of high-technology SMEs in emerging markets: The effects of knowledge transfer by returnee entrepreneurs. *Journal of International Business Studies*, 40(6), 1005–1021.
- Fischer, H. M., & Pollock, T. G. (2004). Effects of social capital and power on surviving transformational change: The case of initial public offerings. *Academy of Management Journal*, 47(4), 463-481.
- Forster, N. (2000). The Myth of the “Manager”. *International Journal of Human Resource Management*, 11(1), 126–142.
- Fran, D., Gui, L., Li, Y., & Zhu, C. J. (2016). Localized learning by emerging multinational enterprises in developed host countries: A fuzzy-set analysis of Chinese foreign direct investment in Australia. *International Business Review*, 25(1), 187–203.



- Fundação Getúlio Vargas (FGV). Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (Codace). (2017). Comunicado de Datação de Ciclos Mensais Brasileiros – Out/2017 – CODACE, Rio de Janeiro, 30/07/2017. Recuperado em 22 agosto, 2019, de <https://portalibre.fgv.br/estudos-e-pesquisas/codace/codace.htm>.
- Gao, G. Y., Murray, J. Y., Kotabe, M., & Lu, J. (2010). A Strategy Tripod perspective on export behaviors: Evidence from domestic and foreign firms based in an emerging economy. *Journal of International Business Studies*, 41(3), 377–396.
- Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2013). Politically connected boards of directors and the allocation of procurement contracts. *Review of Finance*, 17(5), 1617–1648.
- Groysberg, B., Cheng, Y. J., & Bell, D. (2016). 2016 Global Board of Directors Survey. Spencer Stuart and Women Corporate Directors. Recuperado em 21 junho, 2019, de: <https://www.spencerstuart.com/research-and-insight/2016-global-board-of-directors-survey>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria básica*. 5. ed. Dados eletrônicos. Porto Alegre: AMGH.
- Gulati, R.; Nohria, N.; Wohlgezogen, F. (2010). Roaring out of recession. *Harvard Business Review*, v. 88, n. 3, p. 62-69.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. 6 ed. Porto Alegre: Bookman.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
- Hamori, M., & Koyuncu, B. (2011). Career advancement in large organizations in Europe and the United States: Do international assignments add value? *International Journal of Human Resource Management*, 22(4), 843–862.
- Haynes, K. T., & Hillman, A. (2010). The effect of board capital and CEO power on strategic change. *Strategic Management Journal*, 31, 1145-1163.
- Hansson, P., Ronnlund, M., Juslin, P., Nilsson, L. G. (2008). Adult Age Differences in the Realism of Confidence Judgments: Overconfidence, Format Dependence, and Cognitive Predictors. *Psychology and Aging*, 23(3), 531-544.
- Harris, M., Raviv, A. (2008). A theory of board control and size. *Review of Financial Studies*, 21, 1797-1832.
- Hauser, R. (2018). Busy directors and firm performance: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, 128(2018), 16–37.

- Hennart, J. F. (2011). Atheoretical assessment of the empirical literature on the impact of multinationality on performance. *Global Strategy Journal*, 1(1), 135–151.
- Herrmann, D., & Datta, D. K. (2005). Relationships between top management team characteristics and international diversification: An empirical investigation. *British Journal of Management*, 16, 69–78.
- Hill, M. D., Kelly, G. W., Lockhart, G. B., Ness, R. A. V. (2013). Determinants and Effects of Corporate Lobbying. *Financial Management*, 42(4), 931-957.
- Hillman, A. J. (2005). Politicians on the board of directors: do connections affect the bottom line? *Journal of Management*, 31(3), 464-481.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28, 383-396.
- Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009). Resource dependence theory: A review. *Journal of Management*, 35, 1404-1427.
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Paetzold, R. L. (2000). The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies*, 37(2), 235–256.
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Harris, I. C. (2002). Women and racial minorities in boardroom: How do directors differ? *Journal of Management*, 28(6), 747–763.
- Holtz, L.; Sarlo Neto, A. (2014). Efeitos das Características do Conselho de Administração sobre a Qualidade da Informação Contábil no Brasil. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 25(66), 255-266.
- Houston, R., & Ferris, S. (2015). Does the revolving door swing both ways? The value of political connections to US firms. *Managerial Finance*, 41(10), 1002-1031.
- Ietto-Gillies, G. (2015). *Transnational corporations and international production: concepts, theories and effects*. Edward Elgar Publishing Limited. Glensanda House, Cheltenham, United Kingdom.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 5. ed. São Paulo, IBGC, 2015.
- International Accounting Standards Board (IASB). (2009). IFRS Standard. IAS 33 Earnings per share (EPS). Recuperado em 14 março, 2019, de: <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-33-earnings-per-share/>.

- International Accounting Standards Board (IASB). (2011). International Financial Reporting Standard 13 - fair value measurement. Recuperado em 15 março, 2019, de: <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-13-fair-value-measurement/>.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). 2019. Sistema de Contas Nacionais Trimestrais – SCNT (2019). Recuperado em 22 agosto, 2019, de <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/industria/9300-contas-nacionais-trimestrais.html?=&t=series-historicas>.
- Instrução CVM nº 480 (Consolidado), de 7 dezembro de 2009 com as alterações introduzidas pelas instruções CVM nº 488/10, 509/11, 511/11, 520/12, 525/12, 547/14, 552/14, 561/15, 567/15, 568/15, 569/15, 583/16, 584/17, 585/17, 586/17, 588/17, 595/18, 596/18, 600/18, 603/18 e 604/18. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Recuperado em 4 março, 2019, de: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst480consolid.pdf>
- Instrução CVM nº 552, de 9 de outubro de 2014 com as alterações introduzidas pela instrução CVM nº 567/15. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 e altera dispositivos da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002 e da Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009. Recuperado 4 março, 2019, de: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst552consolid.pdf>.
- Jermias, J., Gani, I. (2014). The impact of board capital and board characteristics on firm performance, *The British Accounting Review*, 46(1) 135–153.
- Jensen, M. C.; Meckling, W. H., (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Johnson, S. G., Schnatterly, K., & Hill, A. D. (2013). Board composition beyond independence: social capital, human capital and demographics. *Journal of Management*, 39(1), 232–262.
- Johanson, J., & Vahlne, J. E. (1990). The mechanism of internationalization. *International Marketing Review*, 7(4), 11–24.

- Johanson, J., & Vahlne, J. (2009). The Uppsala internationalization process model revisited: from liability of foreignness to liability of outsidership. *Journal of International Business Studies*, 40, 1411-1431.
- Johnson, R. A., & Wichern, D. W. (2007). Applied multivariate statistical analysis. 6th ed., Prentice-Hall, New Jersey.
- Klein, L. & Diniz, B. (2016). The survival of interorganizational networks: A proposal based on resource dependence theory. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 17(4), 153-175.
- Kor, Y. Y., & Misangyi, V. F. (2008). Outside directors industry-specific experience and firms liability of newness. *Strategic Management Journal*, 29(12), 1345–1355.
- Kroll, M., Walters, B. A., & Wright, P. (2008). Board vigilance, director experience and corporate outcomes. *Strategic Management Journal*, 29(4), 363–382.
- Lambert, J., Bessière, V., N'Goala, G. (2012). Does expertise influence the impact of overconfidence on judgment, valuation and investment decision?, *Journal of Economic Psychology*, 33(2012) 1115–1128.
- Lester, R. H., Hillman, A., Zardkoohi, A., & Cannella, A. A. (2008). Former government officials as outside directors: the role of human and social capital. *Academy of Management Journal*, 51(5), 999-1013.
- Li, J., Wei, M., & Lin, B. (2016). Does top executives US experience matter? Evidence from US-listed Chinese firms. *China Journal of Accounting Research*, 9(4), 267–282.
- Li, C.; Sun, L.; & Ettredge, M. (2010). Financial executive qualifications, financial executive turnover, and adverse SOX 404 opinions. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 93–110.
- Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 308-328. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.03.004>
- Marôco, J. (2014). Análise estatística com o SPSS *Statistics*. 6 ed. Pêro Pinheiro, Portugal: Report Number.
- Ministério da Economia, Indústria, Comércio Exterior e Serviços. (2019). Cadastro de empresas exportadoras/importadoras 2019. Recuperado em 4 maio, 2019, de: <http://www.mdic.gov.br/index.php/comercio-exterior/estatisticas-de-comercio-exterior>.
- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Nielsen, S. (2010a). Top management team diversity: A review of theories and methodologies. *International Journal of Management Reviews*, 12(3), 301-16.

- Nielsen, S. (2010b). Top management team internationalization and firm performance. *Management International Review*, 50(2), 185–206.
- Nielsen, B. B., & Nielsen, S. (2013). Top management team nationality diversity and firm performance: A multilevel study. *Strategic Management Journal*, 34, 373–382.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD). (2015). G20/OECD Principles of Corporate Governance. OECD Publishing, Paris. Recuperado em: [https://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015\\_9789264236882-en](https://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015_9789264236882-en).
- Oliva, E. D. C., & Albuquerque, L. G. D. (2007). Conselheiros, CEO's e Diretores: Há alinhamento entre nomeação, sucessão e avaliação com o sistema de remuneração praticado? *Revista Alcance*, 12(2), 247 – 266.
- Orens, R., & Reheul, A.-M. (2013). Do CEO demographics explain cash holdings in SMEs?, *European Management Journal*, 31(6), 549-63.
- Oxford Dictionaries. (2018). English Oxford Living Dictionaries. Oxford University Press. Recuperado em: <https://en.oxforddictionaries.com/definition/expertise>
- Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*, 17, 218-228.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper & Row.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (2003). *The External Control of Organizations*. Stanford Business Books, Stanford University Press.
- Reeb, D. M., & Zhao, W. (2009). Director capital and corporate disclosure quality. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(4), 191-212.
- Rivas, J. L. (2012). Board versus TMT international experience: a study of their joint effects. *Cross Cultural Management*, 19(4), 546–562.
- Rivas, J. L., Hamori, M., & Mayo, M. (2009). Board composition and firm internationalization. *Academy of Management Proceedings*, 1, 1–6.
- Santos, J. G. C., Vasconcelos, A. C. & De Luca, M. M. M. (2015). Internacionalização de empresas e governança corporativa: uma análise das maiores companhias abertas do Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(3), 300 - 319.
- Schumpeter, J. A. (1997). Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico. São Paulo: Abril Cultural.

- Sloboda, J. A., Davidson, J. W., Howe, M. J. A., & Moore, D. G. (1996). The role of practice in the development of performing. *British Journal of Psychology*, 87, 287-309.
- Souza, F. C., Murcia, F. D., & Marcon, R. (2011). Bonding Hypothesis: análise da relação entre *disclosure*, governança corporativa e internacionalização de companhias abertas no Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 14(2), 62-81.
- Spencer-Stuart. (2019). 2019 U.S. Spencer Stuart Board Index: U.S. boardrooms are reshaping themselves with fresh skills, qualifications and perspectives. Recuperado 21 junho, 2019, de: <https://www.spencerstuart.com/research-and-insight/us-board-index>
- Stevenson, W. J. (1981). Estatística aplicada à administração. Trad. Alfredo Alves de Farias. São Paulo: Harper & Row do Brasil.
- Tian, J., Haleblan, J., & Rajagopalan, N. (2011). The effects of board human and social capital on investor reactions to new CEO selection. *Strategic Management Journal*, 32(7), 731-747.
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). (2017). World Investment Report 2017. Investment and the Digital Economy. New York, Geneva: United Nations.
- Walls, J. L., & Hoffman, A. J. (2013). Exceptional boards: environmental experience and positive deviance from institutional norms. *Journal of Organizational Behavior*, 34(2), 253-271.
- Weston, J. F., & Brigham, E. F. (2010). Fundamentos da Administração Financeira. 10 ed. Tradução: Sidney Stancatti. Pearson Makron Books, São Paulo: 2010.
- Wooldridge, J. M. (2012). Introductory econometrics: a modern approach. 5th ed. South-Western: Cengage Learning.

## APÊNDICES

### APÊNDICE A - Relação das empresas transnacionais por setor econômico

<b>Setor de Bens Industriais (13 empresas, 50,00%)</b>	<b>Setor de Consumo Cíclico (14 empresas, 35,90%)</b>	<b>Setor de Consumo Não Cíclico (10 empresas, 62,50%)</b>	<b>Setor de Materiais Básicos (17 empresas, 89,47%)</b>
Embraer SA Indústrias Romi SA JSL SA Iochpe Maxion SA Kepler Weber SA Marcopolo SA Metisa Metalúrgica SA Mills Engenharia SA Randon Implementos SA Schulz SA Sondotécnica SA Valid Soluções SA WEG SA	Alpargatas SA Cia Coteminas SA Cia Santanense SA Dohler SA Fras-Le SA Grendene SA International Meal Company SA Kroton Educacional SA Mahle Metal Leve SA Nadir Figueiredo Indústria SA Tupy SA Vulcabras SA Unicasa SA Whirlpool SA	Ambev SA BRF SA Conservas Oderich SA JBS SA M Dias Branco SA Marfrig Global Foods SA Natura Cosméticos SA São Martinho SA SLC Agrícola SA Terra Santa Agro SA	Braskem SA Cia Ferbasa SA Cia Sid. Nacional SA Cristal Pigmentos SA Duratex SA Electro Aço Altona SA Elekeiroz SA Eternit SA Eucatex SA Gerdau SA Klabin SA Paranapanema SA Suzano SA Tekno SA Unipar SA Usiminas SA Vale SA
<b>Setor de Tecnologia e Informação (3 empresas, 75%)</b>	<b>Setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis (3 empresas, 75%)</b>	<b>Setor de Saúde (3 empresas, 33,33%)</b>	<b>Setor de Telecomunicações (1 empresa, 20%)</b>
BRQ Soluções SA Positivo Tecnologia SA Totvs SA	Petro Rio SA Petrobras Petróleo SA Ultrapar SA	Baumer SA Nortec Química SA Ouro Fino SA	T4F Entretenimento SA
<b>Setor de Utilidade Pública (1 empresa, 2,70%)</b>			
Alupar SA			

Fonte: Elaborado pelo autor.



### APÊNDICE B - Relação das empresas não transnacionais por setor econômico

<b>Setor de Bens Industriais (13 empresas, 50,00%)</b>	<b>Setor de Consumo Cíclico (25 empresas, 64,10%)</b>	<b>Setor de Consumo Não Cíclico (6 empresas, 37,50%)</b>	<b>Setor de Utilidade Pública (36 empresas, 97,30%)</b>
Bardella SA Cia Locação das Américas SA Cia Partic. Aliança Bahia SA Cia Habitasul de Partic. SA Cosan Logística SA Ecorodovias SA Localiza Rent a Car SA MRS Logística SA Rumo SA Tegma Logística SA TPI Triunfo Participações SA Trevisa Investimentos SA WLM Participações SA	Anima SA Arezzo SA B2W SA Bicicletas Monark SA CVC Brasil SA Cyrela Brazil Realty SA Empreend. e Particip. SA Direcional Engenharia SA Even Construtora SA EZTEC SA Gafisa SA Grazziotin SA Guararapes Conf. SA Lojas Americanas SA Lojas Renner SA Magazine Luiza SA Marisa Lojas SA MRV Engenharia SA Restoque SA Saraiva Livrinhos SA Ser Educacional SA Springs SA Technos SA Tecnisa SA Trisul SA Via Varejo SA	Brasilagro SA Cia Brasil. Distrib. SA Dimed SA Josapar SA Raia Drogasil SA Aliperti SA	AES Tiete Energia SA Afluenta Energia SA Ampla Energia SA Centrais Elétr. Brasileiras SA Centrais Elétr. de Santa Catarina SA CELESC SA Centrais Elétr. do Pará CELPA SA CESP Cia Energ. de São Paulo SA Cia Catarinense de Saneamento CASAN Cia Eletric. da Bahia COELBA SA Cia Gás de São Paulo COMGAS SA Cia Saneamento de São Paulo SABESP SA Cia Saneamento de Minas Gerais COPASA Cia Saneamento do Paraná SANEPAR Cia Distr. Gás do Rio de Janeiro CEG Cia Energét. de Brasília CEB Cia Energét. de Minas Gerais CEMIG Cia Energét. Pernambuco CELPE SA Cia Energét. do Ceara COELCE SA Cia Energét. Maranhão CEMAR SA Cia Estadual Energia Elétrica CEEE Cia Paranaense Energia COPEL SA CPFL Energia SA CPFL Energias SA CTEEP Cia Energia Paulista SA EDP Energias SA Elektro Redes SA Eletropaulo SA Energisa SA Eneva SA Engie Brasil SA Equatorial Energia SA Light SA Omega Geração SA Rede Energia SA Statkraft SA Transm. Aliança Energia Elétrica SA
<b>Setor de Tecnologia e Informação (3 empresas, 4,62%)</b>	<b>Setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis (3 empresas, 4,62%)</b>	<b>Setor de Saúde (3 empresas, 4,62%)</b>	<b>Setor de Telecomunicações (4 empresas, 80%)</b>
Linx SA	Cosan SA	DASA SA Fleury SA Hypera SA Odontoprev SA Profarma SA Qualicorp AS	Cia Melhoramentos de São Paulo SA Jereissati Participações SA Telefônica Brasil SA TIM Participações AS
<b>Setor de Materiais Básicos (2 empresas, 10,53%)</b>			
Bradespar SA Gerdau SA			

Fonte: Elaborado pelo autor.



## APÊNDICE C - Relação das profissões declaradas no Conselho de Administração

Profissão Declarada	Número	Profissão Declarada	Número
Administrador de Empresas	601	Administrador Público	1
Advogado	408	Agrimensor	1
Economista	397	Analista de Gestão de Ativos	1
Ciências Contábeis	344	Bacharel em História	1
Engenheiro Civil	235	Bacharel em Política, Filosofia e Economia	1
Engenheiro Mecânico	166	Bacharel em Turismo	1
Engenheiro Eletricista	160	Biomédico	1
Engenheiro de Produção	79	Ciências Atuárias	1
Engenheiro Químico	68	Ciências Políticas e Sociais	1
Engenheiro Agrônomo	34	Cientista Político	1
Engenheiro Eletrônico	24	Comércio Exterior	1
Empresário	23	Computação e Ciência da Informação	1
Engenheiro Metalúrgico	23	Coronel da Brigada Militar	1
Engenheiro Industrial	20	Decorador de Interiores	1
Psicólogo	17	Eletrotécnico	1
Ciência da Computação	16	Enfermeira	1
Médico	15	Engenheira Civil	1
Analista de Sistemas	12	Engenheira Eletricista	1
Jornalismo	12	Engenheiro Aeronáutico	1
Arquiteto	8	Engenheiro Agropecuário	1
Engenheiro Florestal	8	Engenheiro de Comunicação de Sistemas de Energia	1
Publicitário	8	Engenheiro de Controle e Automação	1
Comunicação Social	7	Engenheiro de Controle e Automação	1
Engenheiro de Minas	7	Engenheiro de Gestão	1
Pedagogo	7	Engenheiro de Materiais	1
Engenheiro Naval	6	Engenheiro em Tecnologia da Informação	1
Físico	6	Engenheiro Físico	1
Engenheiro Mecatrônico	5	Estilista	1
Licenciatura em Letras	5	Filósofo	1
Bacharel em Direito	3	Finanças Internacionais	1
Cirurgião Dentista	3	Físico Nuclear	1
Geólogo	3	Gestão Financeira	1
Graduado em História	3	Gestor de Agronegócio	1
Informática	3	Graduado em Filosofia	1
Matemático	3	Instrumentos e Medição Eletromagnética	1
Tecnologia da Informação	3	Maquinista	1
Bacharel em Letras	2	Marketing e Finanças Internacionais	1
Biólogo	2	Nutricionista	1
Corretor de Seguros	2	Oceanógrafo	1
Desenhista Industrial	2	Oficial da Marinha	1
Engenheiro de Alimentos	2	Oficial do Exército	1
Engenheiro de Infraestrutura Aeronáutica	2	Químico	1
Engenheiro de Sistemas	2	Relações Públicas	1
Engenheiro de Telecomunicações	2	Representante Comercial	1
Engenheiro Eletrotécnico	2	Secretariado Executivo	1
Engenheiro Militar	2	Técnico Eletromecânico	1
Estatístico	2	Técnico Eletrônico	1
Farmacêutico	2	Técnico em Eletricidade	1
Médico Veterinário	2	Técnico Mecânico	1
Oficial da Aeronáutica	2	Tecnologia de Computação	1
Processamento de Dados	2	Tecnologia em Gestão Estratégica das Organizações	1
Químico Industrial	2	Tecnólogo em Sistemas de Energia	1
Relações Internacionais	2	Zootecnista	1
Sistemas de Energia Elétrica e Automação	2		
Total			2831

## APÊNDICE D – Índice de internacionalização das empresas transnacionais

Nr	Empresas Transnacionais	2014	2015	2016	2017	2018
1	Alpargatas	0,213000	0,246000	0,219000	0,179931	0,151744
2	Alupar Investimentos	0,003667	0,005333	0,001000	0,008000	0,004333
3	Ambev	0,256944	0,304223	0,281828	0,150000	0,155333
4	Baumer	0,029367	0,056133	0,037333	0,045133	0,044667
5	Braskem	0,325682	0,387608	0,375004	0,230537	0,227049
6	BRF	0,169558	0,185492	0,227209	0,244725	0,217975
7	BRQ	0,012475	0,016996	0,026147	0,034354	0,036428
8	Cia Ferbasa	0,065700	0,087267	0,130900	0,105867	0,112900
9	Cia Siderúrgica Nacional	0,133099	0,169751	0,196351	0,186406	0,179923
10	Cia Tecidos Santanense	0,023333	0,040000	0,033333	0,040000	0,046667
11	Conservas Oderich	0,146733	0,151933	0,148933	0,145167	0,135933
12	Coteminas	0,115757	0,141779	0,144083	0,122989	0,025097
13	Cristal Pigmentos (Tronox)	0,309100	0,326367	0,324567	0,310667	0,124333
14	Dohler	0,027433	0,027233	0,037433	0,030833	0,026433
15	Duratex	0,033453	0,050165	0,081517	0,071803	0,082994
16	Elekeiroz	0,042333	0,033833	0,020000	0,016667	0,036667
17	Eletro Aço Altona	0,125000	0,181333	0,127333	0,120000	0,154333
18	Embraer	0,256000	0,238000	0,252000	0,336700	0,366600
19	Eternit	0,059667	0,066667	0,054000	0,042667	0,039667
20	Eucatex	0,026267	0,043033	0,055500	0,052067	0,057000
21	Fras-Le	0,187447	0,204258	0,198845	0,197336	0,241232
22	Gerdau	0,560000	0,578000	0,328000	0,389789	0,351835
23	Grendene	0,532800	0,632800	0,732800	0,832800	0,932800
24	Indústrias Romi	0,145960	0,184409	0,170738	0,188523	0,202100
25	Inter Meal Company - IMC	0,298927	0,428285	0,245388	0,236843	0,238032
26	Iochpe-Maxion	0,389383	0,450708	0,446993	0,446026	0,442158
27	JBS	0,488000	0,576000	0,536000	0,430091	0,431361
28	JSL	0,001667	0,002333	0,003000	0,004667	0,004667
29	Kepler Weber	0,041723	0,037800	0,075467	0,050944	0,036713
30	Klabin	0,086928	0,110087	0,136503	0,133333	0,150000
31	Kroton Educacional	0,003333	0,003333	0,016667	0,016667	0,000000
32	M. Dias Branco	0,320000	0,320000	0,320000	0,316667	0,313333
33	Mahle - Metal Leve	0,158118	0,184399	0,191772	0,188025	0,191662
34	Marcopolo	0,101773	0,133330	0,158209	0,127979	0,102519
35	Marfrig Global Foods	0,536000	0,377000	0,539000	0,452681	0,427947
36	Metsa Metalúrgica Timboense	0,081000	0,116000	0,090333	0,104667	0,100667
37	Mills Estruturas Engenharia	0,013333	0,006667	0,025000	0,019800	0,013100
38	Nadir Figueiredo	0,290667	0,291000	0,289333	0,290667	0,293000
39	Natura	0,169000	0,174000	0,232000	0,270323	0,234057
40	Nortec Química	0,026667	0,023333	0,023333	0,023333	0,016667
41	Ouro Fino Saúde Animal	0,019667	0,022433	0,030933	0,030767	0,031133
42	Paranapanema	0,123333	0,196667	0,213333	0,186667	0,200000
43	Petro Rio	0,372549	0,333333	0,333333	0,276667	0,290000
44	Petrobras	0,068727	0,067457	0,084885	0,029989	0,033604
45	Positivo tecnologia	0,008667	0,013333	0,010667	0,003667	0,003667
46	Randon Implementos	0,039667	0,056333	0,075333	0,082319	0,095722
47	São Martinho	0,161700	0,158100	0,165267	0,164067	0,163600
48	Schulz	0,076267	0,115533	0,105333	0,101333	0,100867
49	SLC Agrícola	0,137333	0,153667	0,127667	0,132333	0,159667
50	Sondotécnica Engenharia	0,013267	0,025267	0,022867	0,022700	0,033100
51	Suzano Papel e Celulose	0,193333	0,231000	0,221333	0,198667	0,199333
52	T4F Entretenimento	0,192444	0,182719	0,206532	0,097667	0,098333
53	Tekno	0,325667	0,319000	0,322333	0,327667	0,328667
54	Terra Santa Agro	0,141333	0,122000	0,106800	0,085267	0,126300
55	Totvs Sistemas Informatizados	0,016583	0,026253	0,026132	0,025649	0,019454
56	Tupy Automotiva	0,361000	0,457000	0,512000	0,400328	0,407616
57	Ultrapar Participações	0,041000	0,033000	0,033000	0,020407	0,020306
58	Unicasa Indústria de Móveis	0,007000	0,001000	0,007000	0,009333	0,014000
59	Unipar	0,330533	0,333233	0,332733	0,340381	0,267787
60	Usiminas - Usinas Sid. Minas	0,049500	0,069400	0,040200	0,044867	0,043333
61	Vale	0,273000	0,310000	0,274000	0,372110	0,375277
62	Valid Soluções	0,177444	0,207380	0,212382	0,203220	0,212514
63	Vulcabrás/Azaléia	0,034898	0,040199	0,051335	0,030266	0,037425
64	Weg	0,309000	0,297000	0,302000	0,292926	0,295749
65	Whirlpool	0,056667	0,070000	0,063333	0,071333	0,024000

**APÊNDICE E – Empresas nacionais que não apresentam diretores independentes no Conselho de Administração no período de 2014 a 2018**

Nr	EMPRESAS NACIONAIS	ANO				
		2014	2015	2016	2017	2018
1	AES Tiete Energia S.A.	2014	-	-	-	-
2	AFLUENTE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELETRICA	-	2015	2016	2017	2018
3	AMPLA ENERGIA E SERVIÇOS S.A.	-	-	-	2017	2018
4	BARDELLA SA INDS MECANICAS	2014	2015	2016	2017	2018
5	BICICLETAS MONARK SA	2014	2015	2016	2017	2018
6	BRADESPAR S/A	2014	-	-	-	-
7	CENTRAIS ELETRICAS BRASILEIRAS SA Eletrobras	2014	-	-	-	-
8	CENTRAIS ELÉTRICAS DO PARÁ S.A - CELPA	2014	2015	2016	2017	2018
9	CESP - CIA ENERGETICA DE SÃO PAULO	-	-	-	2017	2018
10	COMPANHIA CATARINENSE DE AGUAS E SANEAM.-CASAN	2014	2015	2016	2017	2018
11	COMPANHIA DE GERACAO E TRANSMISSAO DE ENERGIA ELETRICA - CEEE GT	2014	2015	2016	2017	2018
12	COMPANHIA DE ELETRICIDADE DO ESTADO DA BAHIA - COELBA	2014	2015	2016	2017	2018
13	COMPANHIA DE GÁS DE SÃO PAULO - COMGÁS	2014			2017	2018
14	COMPANHIA DE PARTICIPACOES ALIANCA DA BAHIA	2014	2015	2016	2017	2018
15	COMPANHIA DE SANEAMENTO DO PARANÁ - SANEPAR	2014	-	-	-	-
16	COMPANHIA DISTRIBUIDORA DE GAS DO RIO DE JANEIRO - CEG	2014	2015	2016		
17	COMPANHIA ENERGÉTICA DE BRASÍLIA - CEB	2014	2015	2016	2017	2018
18	COMPANHIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	2014	-	-	-	-
19	COMPANHIA ENERGÉTICA DE PERNAMBUCO - CELPE	2014	-	-	2017	2018
20	COMPANHIA ENERGÉTICA DO CEARA - COELCE	-	2015	2016	2017	2018
21	COMPANHIA ENERGÉTICA DO MARANHÃO CEMAR	2014	2015	2016	2017	2018
22	COMPANHIA MELHORAMENTOS DE SÃO PAULO	2014	2015	2016	2017	2018
23	COMPANHIA HABITASUL DE PARTICIPAÇÕES	2014	-	-	-	-
24	CONSTRUTORA TENDA S/A	2014	2015	2016	2017	2018
25	CPFL ENERGIA SA	2014	-	-	-	-
26	CTEEP Companhia de Transmissao de Energia Eletrica Paulista	2014	2015	2016	2017	2018
27	CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS SA	2014	-	-	-	-
28	DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS	2014	2015	2016	2017	2018
29	GRAZZIOTIN SA	2014	2015	2016	2017	2018
30	GUARARAPES CONFECÇÕES SA	2014	2015	2016	2017	2018
31	JEREISSATI PARTICIPAÇÕES S/A	2014	2015	2016	2017	2018
32	JOSAPAR- JOAQUIM OLIVEIRA S/A PARTICIP	2014	2015	2016	2017	2018
33	LOJAS AMERICANAS SA	2014	2015	2016	2017	2018
34	MRS LOGÍSTICA S/A	2014	2015	2016	2017	2018
35	OMEGA GERAÇÃO S.A.	2014	2015	2016	-	-
36	REDE ENERGIA S.A.	2014	2015	2016	2017	2018
37	RUMO SA ALL - AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA S.A.	2014	-	-	2017	-
38	SIDERURGICA J L ALIPERTI SA	2014	2015	2016	2017	2018
39	STATTKRAFT - DESENVIX ENERGIAS RENOVÁVEIS SA	2014	2015	2016	2017	2018
40	TELEFÔNICA BRASIL S.A.	2014	2015	2016	-	2018
41	TREVISIA INVESTIMENTOS SA	2014	2015	2016	2017	2018
42	WLM - INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	2014	2015	2016	2017	2018

**APÊNDICE F – Empresas transnacionais que não apresentam diretores independentes no Conselho de Administração no período de 2014 a 2018**

NR	EMPRESAS TRANSNACIONAIS	ANO				
		2014	2015	2016	2017	2018
1	ALPARGATAS SA	2014	2015	2016	-	-
2	ALUPAR INVESTIMENTO S/A	2014	-	-	-	-
3	AMBEV S.A.	2014	2015	2016	2017	-
4	BAUMER S.A.	2014	2015	2016	2017	2018
5	BRASKEM S.A.	2014	-	-	-	-
6	BRQ SOLUÇÕES EM INFORMÁTICA S.A.	2014	2015	2016	-	-
7	COMPANHIA TECIDOS SANTANENSE	2014	2015	2016	2017	2018
8	COMPANHIA DE FERRO LIGAS BAHIA FERBASA	2014	2015	2016	2017	2018
9	COMPANHIA DE TECIDOS NORTE DE MINAS - COTEMINAS	2014	-	-	-	-
10	CONSERVAS ODERICH SA	2014	2015	2016	2017	2018
11	CRISTAL PIGMENTOS DO BRASIL S.A.	2014	2015	2016	2017	2018
12	DOHLER S.A.	2014	2015	2016	2017	-
13	ELECTRO AÇO ALTONA S/A	2014	2015	2016	2017	2018
14	ELEKEIROZ S/A	-	-	-	-	2018
15	EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	2014	2015	2016	2017	2018
16	FRAS-LE S.A.	2014	2015	2016	2017	2018
17	METISA METALÚRGICA TIMBOENSE SA	2014	2015	2016	2017	2018
18	NORTEC QUIMICA S.A.	2014	2015	2016	-	-
19	PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. - PETROBRAS	2014	2015	2016	-	-
20	POSITIVO INFORMATICA SA	-	-	-	-	2018
21	RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES	2014	2015	2016	2017	2018
22	SCHULZ S.A.	2014	2015	2016	2017	2018
23	SONDOTECNICA ENGENHARIA DE SOLOS S/A.	2014	2015	2016	2017	2018
24	SUZANO PAPEL E CELULOSE SA	2014	2015	2016	-	-
25	TEKNO S.A. - INDUSTRIA E COMERCIO	2014	2015	2016	2017	2018
26	TERRA SANTA AGRO S.A.	-	2015	2016	-	-
27	UNIPAR CARBOCLORO S.A.	2014	2015	2016	-	2018
28	USINAS SIDERURGICAS DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	2014	-	-	-	-
29	VALE S.A.	2014	-	-	-	-
30	VULCABRAS/AZALEIA S.A.	2014	2015	2016	2017	2018
31	WHIRLPOOL S.A	2014	-	-	-	-